

2020 年 07 月 22 日

行业研究

评级:推荐 (维持)

研究所

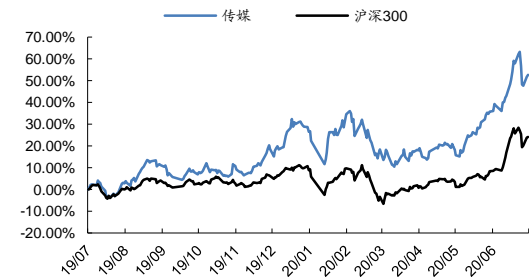
证券分析师:
021-60338167

朱珠 S0350519060001
zhuz@ghzq.com.cn

从日本动漫看中国盲盒经济背后文化符号价值

——传媒行业深度报告

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
传媒	12.4	29.4	48.1
沪深 300	14.5	23.2	23.2

相关报告

《传媒行业周报: 行业峰会线上与线下悉数召开 调整中关注有业绩估值合理各细分头部标的》——2020-07-19

《传媒行业周报: 媒介与内容端热点不断 关注环比回暖及各细分板块头部企业》——2020-07-12

《传媒行业周报: 2020 上半年图书码洋线上增 17.89% 关注大众图书与字节跳动产业链及头部院线》——2020-07-05

《传媒行业深度报告: 字节跳动的边界》——2020-06-30

《传媒行业周报: 中报预期开启 看确定性看回暖看 5G 应用》——2020-06-28

投资要点:

■ 回顾日本动漫产业凸显其重全产业链运营且重长生命周期产品打造也重渠道 不断强化文化符号价值 日本动漫产业自明治维新后发展,20 世纪 50 年代 Bandai 与 San-X 两家公司成立及日本小学馆集英社等出版商均为日本动漫产业奠定内容与全渠道基础。20 世纪 60 年代至今日本每年推出多部动漫作品塑造经典动漫人物形象如《铁臂阿童木》《哆啦 A 梦》《名侦探柯南》等文化符号,精神记忆也会带来物体的感受,进而带动玩具、手办等衍生品的需求,2019 年日本玩具市场规模 8153 亿日元,连续六年超 8000 亿日元。

■ 中国动漫产业链(内容、媒介渠道、用户三维度看) 经济背景支撑(文化教育支出占居民总消费比例从 2015 年 11%提升至 2019 年 12.9%,需求趋势向好)。内容端(长生命周期的内容力带来文化符号,文化符号的物化与用户的需求共振带来购买力);媒介渠道端,视频平台布局动漫,媒介迭代反推内容升级;渠道端,通过媒体投放能够更加快速地向 IP 形象得到广泛认知,配合良好的地面渠道活动,激发购买欲望;用户端,从二次元到泛二次元再到 2.75 亿的 Z 世代,95 后用户圈层购买力提升,也带来商业模式的迭代。

■ 商业化端,盲盒经济仅仅是文化符号物化的商业化变现之一 动漫衍生品开发是动漫产业链中最为关键环节,决定动漫产业的良性运作与产业规模。2019 年全球授权市场规模 2928 亿美元(同比增加 4.5%),其中,中国 IP 授权市场规模 84.4 亿美元(同比增加 15.3%),中国 IP 授权市场仍处于增长态势。全球潮流玩具市场规模自 2019 年的 198 亿美元,预期 2024 年达到 448 亿美元,复合年增长率为 17.7%;中国潮流玩具市场规模自 2019 年的 207 亿元,预期 2024 年达到 763 亿元,复合年增长率为 29.8%,盲盒经济仅是表象,文化符号的商业价值待挖掘。

■ 行业评级及投资策略 给予行业推荐评级。文化符号与商业变现的“丰轨效应”在移动互联网的发展中伴随用户需求前进发展。从内容到媒介渠道再到用户端,盲盒经济的风靡也印证了“新人群”的“新需求”。伴随后端衍生品公司泡泡玛特资本化预期下带来商业价值的讨论,我们看好动漫赛道中握有“文化符号”的公司需求与供给中商业价值再扩容,进而给予中国动漫赛道行业推荐评级。

公司角度，我们看好握有中国文化符号之一奥飞娱乐（在内容端，出品超级飞侠、喜羊羊、萌鸡小队、贝肯熊等 IP，同时将其打造“长销”IP 形象；渠道端，公司拥有线上旗舰店奥迪双钻以及借助抖音等进行营销）；

我们也看好握有中国文化符号之一光线传媒（动画电影《哪吒之魔童降世》奠定其打造动漫宇宙的基石）。

我们也看好握有中国文化符号之一新经典（童书爱心树旗下作品长生命周期打磨能力）；

我们也看好盲盒经济代表公司泡泡玛特（在产品端的创新与渠道端的打通）。

- **风险提示：** 市场竞争加剧风险、视频内容监管风险、重点内容项目进展不及预期的风险、线上玩具销售不及预期的风险、重点推荐公司业绩不及预期的风险、宏观经济波动风险

重点关注公司及盈利预测

重点公司	股票	2020-07-21		EPS			PE			投资
代码	名称	股价	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	评级	
002292.SZ	奥飞娱乐	10.24	0.09	0.11	0.18	113.78	93.09	56.89	增持	
300251.SZ	光线传媒	13.87	0.32	0.34	0.4	43.34	40.79	34.68	买入	
603096.SH	新经典	65.95	1.78	2.04	2.52	37.05	32.33	26.17	买入	

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

*泡泡玛特：6 月 1 日公司递交招股书登陆港股，进而暂无公司代码与财务数据预测

内容目录

1、 回顾日本动漫产业发展	6
1.1、 日本动漫产业发展历程.....	6
1.2、 日本玩具市场规模：连续六年超 8000 亿日元	7
1.3、 日本动漫 IP 为核心公司代表- BANDAI、San-X	8
2、 中国动漫产业链发展历程	14
2.1、 经济背景：文化产业在国内消费支出占比提升	14
2.2、 技术背景：全世界正进行新一轮动画制作产品升级周期。	15
3、 内容端，文化符号的渗透取决（长生命周期的内容力）	17
3.1、 IP 效应：大头儿子小头爸爸.....	18
3.2、 IP 效应：喜羊羊与灰太狼	18
3.3、 长生命周期利于文化符号的记忆	19
4、 媒介与渠道端	21
5、 用户端，从二次元到泛二次元再到 Z 世代	24
6、 商业化，文化符号到 IP 其商业变现之一盲盒经济	28
6.1、 2019 年中国 IP 授权市场 84.4 亿美元（同比增加 15.3%）	29
6.2、 2019 年中国 IP 改编市场约 3080 亿元（同比增加 16.7%）	30
6.3、 2019 年中国潮玩市场约 207 亿元（同比增加 47.9%）	31
6.4、 盲盒经济：打开是收集欲+惊喜度的期待	32
7、 中国动漫或 IP 储备代表企业解析	34
7.1、 泡泡玛特：“人+物+场”=IP 创作运营能力+渠道优势+粉丝社群	34
7.2、 奥飞娱乐：掌握文化符号能力	39
7.3、 新经典：打造长生命周期作品	42
7.4、 光线传媒：动画电影系列化支撑体系完善	43
7.5、 咏声动漫：如何打破猪猪侠的爆款文化符号 产生 IP 的聚集于叠加效应	45
8、 行业评级及投资策略	48
9、 风险提示	49

图表目录

图 1: 日本从明治维新到动漫产业链的形成	6
图 2: 动漫产业链	7
图 3: 2015-2019 年日本玩具市场规模及同比增速	8
图 4: Bandai 万代在美股走势以及其官网	9
图 5: 2009-2020 年万代营收、利润及同比增速	10
图 6: Bandai 产品线	11
图 7: 日本玩偶创作旗舰公司 San-X 官网	12
图 8: 日本 San-x 公司的玩偶形象的壁纸	14
图 9: 2015-2019 年中国居民教育文化人均消费支出、同比增速及占人均消费支出比重	15
图 10: 中国动画发展历程	16
图 11: 海外动画内容对中国动画市场的影响	16
图 12: 1926-2000 以后中国动漫产业的上中下游分布	17
图 13: 中国热门 IP	18
图 14: 大头儿子小头爸爸的衍生价值	18
图 15: 中国主流视频网站动漫战略布局	22
图 16: 日本便利店 7-11 联合《新世纪福音战士》	23
图 17: 日本动漫产业链从上游创作、中游传播下游渠道全程	24
图 18: 2014-2022 年中国泛二次元用户规模及同比增速	25
图 19: 美国主要年龄划分下的世代	25
图 20: 中国 85 后、95 后、00 后用户群体的喜好与关注度	26
图 21: 2009-2019 年中国经济发展中的重要事件缩影	27
图 22: 85 后、95 后、00 后的兴趣圈层（上）、三个代际用户的阅读习惯画像（下）	27
图 23: 2018-2019 年全球授权商品服务市场规模及同比增速	29
图 24: 2019 年全球授权商品服务市场地区占比 单位: 百万美元、百分比)	29
图 25: 2015-2024 年中国 IP 授权市场规模及同比增速	30
图 26: 2015-2024 年中国潮玩市场规模及同比增速	32
图 27: 2015-2024 年中国潮玩市场规模及同比增速	32
图 28: 对比 70-95 后在 2017-2019 年线上玩具、模玩商品销售额及增速	33
图 29: 2018-2019 年天猫盲盒销售额增速以及天猫盲盒各 IP 销售额占比	33
图 30: 泡泡玛特主营构成（左）、产品展示（右）	34
图 31: 泡泡玛特自主开发潮流玩具产品如盲盒、手办、衍生品等	34
图 32: 2017-2019 年泡泡玛特产品的渠道分布	35
图 33: 2017-2019 年泡泡玛特收入、利润及同比增速	36
图 34: 泡泡玛特主要自有 IP（上）、主要独家 IP（下）	36
图 35: 2017-2019 年泡泡玛特自主开发产品收入及占总收入比例	37
图 36: 2017-2019 年泡泡玛特头部 IP Molly 收入及占总收入比例	37
图 37: 泡泡玛特头部 IP Molly 以及 Pucky 潮流玩具产品	38
图 38: 泡泡玛特粉丝社区运营	38
图 39: 泡泡玛特 2002 年 7 月新品系列	39
图 40: 奥飞娱乐旗下 IP 的文化符号商业价值	40
图 41: 奥飞娱乐内容力带来购买力	41
图 42: 奥飞娱乐旗下 IP 的文化符号商业价值	42
图 43: 此处新经典旗下童书品牌-爱心树	43
图 44: 光线传媒-彩条屋影业动画电影系列	44

图 45: 光线传媒-彩条屋影业动画电影系列	44
图 46: 咏声动漫的商业模式	46
表 1: 对比中美日头部动画电影	17
表 2: 2012 年北上广对心中动漫的票选排名	19
表 3: 日本超人气漫画作品 8 部中连载均超过 20 年	20
表 4: 日本超人气漫画作品的漫画以及衍生品	21
表 5: 2015-2024 年中国 IP 改编娱乐市场规模及同比增速 (单位: 亿元)	31

1、回顾日本动漫产业发展

文化符号带来精神消费的同时，也带来衍生品的消费，文化符号与一个国家的经济发展周期以及用户的年龄结构及群体规模关系密切；类文化符号产品越多，生命周期越长其对用户的影响也会越大，进而转换为商业价值也就越大。我们在上篇主要分析短视频媒介价值与“食玩”“玩具开箱”细分特色内容相结合下的商业破圈与共振，解读文化符号与媒介的商业价值。本篇，我们将延续文化符号与商业价值系列，从日本动漫产业发展再看中国动漫产业发展中衍生出盲盒经济背后的文化符号价值。

1.1、日本动漫产业发展历程

日本在 1868 年明治维新后进入近代国家，具有现代意义的大众传播媒介报刊为日本的漫画提供舞台，机器印刷的大量复制与生产也为漫画的普及提供必备条件。日本动漫经过长时期的发展与演变，已形成极具日本特色流派，日本也成为世界上动漫创作国与动漫输出国的核心国家。

图 1：日本从明治维新到动漫产业链的形成



资料来源：得到 app 电子书《日本动漫在中国的传播》、国海证券研究所绘制

日本动漫产业的核心部分主要包括漫画、动画、游戏及其衍生品。动漫产业是以动漫创意为起点、以版权保护为核心、以漫画、动画、游戏、衍生品等为表现形式，版权开发利用贯穿于动漫产品的开发、流通、销售等各环节的重要文化产业。日本各种动漫产品之间联系密切，它们以同样的动漫创意为基础，被经过相互改编后，形成了不同形式的产品。因此，日本的动漫产品具有一种内容、多种表现形式的特点。

图 2：动漫产业链



资料来源：iimedia、国海证券研究所

1.2、日本玩具市场规模：连续六年超 8000 亿日元

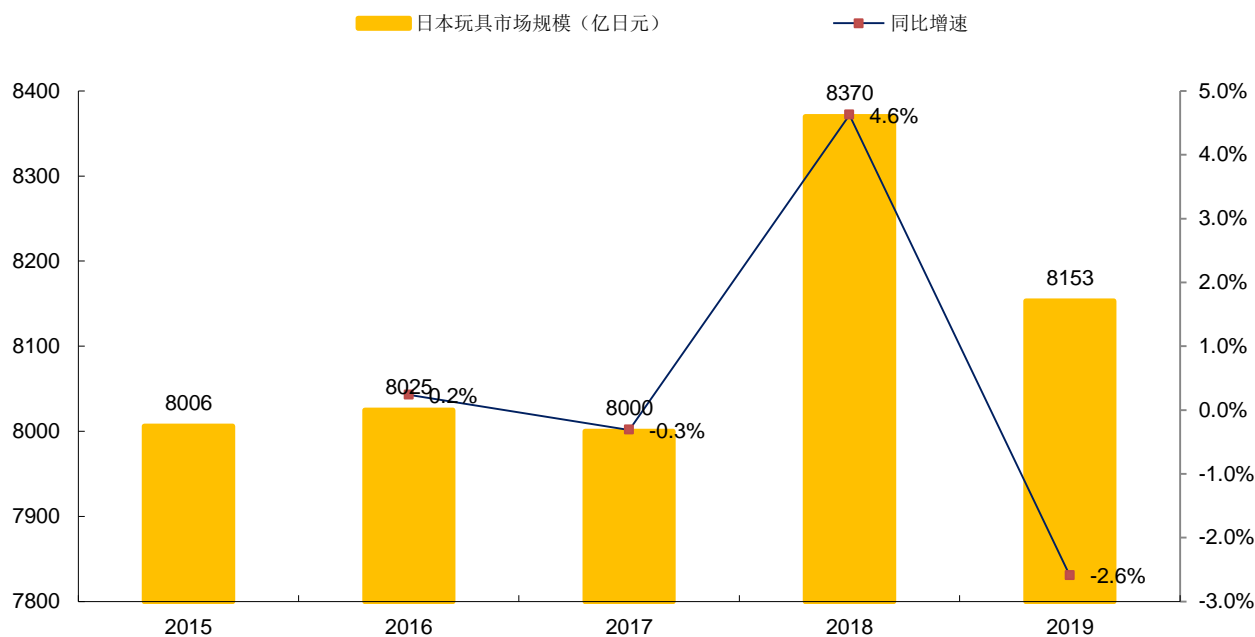
日本动漫产品的开发与制作具备较为有效的运行机制和成熟的商业模式，为满足市场和消费者的需求，动漫生产者持续不断地开发出大量高品质的产品。由于动画投资较大，加上日本动画的快速发展，日本国内出现了一些专门投资动画制作的基金，进一步拓宽了日本动画制作的资金来源。“资金来源多样化、分散风险”在动画产业健康发展中起着关键性作用。从日本的动漫早期发展可看出，借助资本的力量，日本动漫产业迅速发展，带动了相关衍生品的开发、生产与销售，如《铁臂阿童木》《花仙子》《聪明的一休》《樱桃小丸子》《蜡笔小新》等以动画人物形象制作的玩具及相关产品市场规模不断提升。经典的动漫画面及人物形象（类文化符号）在一代代动漫迷心中留下了记忆

20 世纪 60 年代至今，日本每年均推出多部动漫作品，持续保持用户对其关注。，经典的动漫画面及人物形象的成功塑造，在很大程度上增强了日本动漫的竞争力，为其进军世界动漫市场打下了坚实的基础。伴随日本动漫大举进入中国动漫市场，《铁臂阿童木》《哆啦 A 梦》《圣斗士星矢》《名侦探柯南》《龙珠》《海贼王》等动漫作品伴随着中国一代又一代儿童的成长，即使在读者长大后再去回顾时，其经典的画面及形象会清晰地浮现于眼前，即可理解为“文化符号”。符号，是信息的外在形式或物质载体，是信息表达和传播中不可缺少的一种基本要素。符号作为对象的指称形式，具有生成人性和塑造人类文化的作用。进而文化符号的价值在于，其普遍性且既有感觉材料，又有精神意义，二者是统一不可分。

- 在日本动漫、动画的“文化符号”影响下，其精神记忆也会带来物体的感受，进而带动玩具、手办等衍生品的需求

2019 年日本玩具市场规模 8153 亿日元，同比下滑 2.6%，益智玩具、兴趣玩具和卡牌类游戏，依旧是日本玩具市场头部畅销的三个品类，2019 年的销售规模分别为 1691 亿日元、1384 亿日元和 1130 亿日元，增长幅度冠军为拼图类玩具（同比增加 16%，达到 115.25 亿日元）。2020 年 2 月，因疫情在日本蔓延，日本对居民的外出活动做了限制。期间，拼图、立体拼图、益智等相关的女孩玩具和积木玩具销量大幅增长。

图 3：2015-2019 年日本玩具市场规模及同比增速



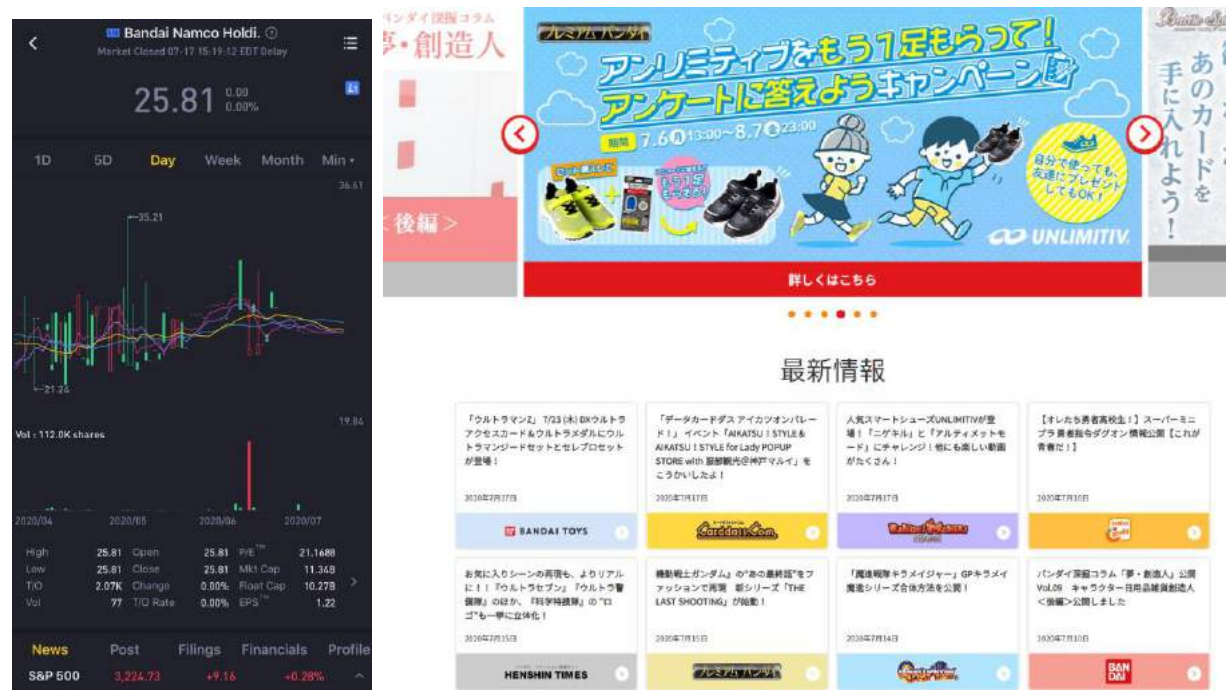
资料来源：中外玩具网、国海证券研究所

1.3、日本动漫 IP 为核心公司代表- BANDAI、San-X

➤ 50 年代，日本出了两家公司我们在 70 年后再看仍具有较大的意义，一家为万代（Bandai），一家为 San-X；万代（综合性娱乐上市公司）

1950 年 7 月万达公司成立，从玩具公司成长为日本综合性娱乐公司，在全球八个主要地区国家设有 27 家子公司。万代(BANDAI)创业时称为“万代屋商店”，1961 年改为万代。万代开发展塑胶模型事业的契机，是从 1969 年收购了当时陷入经营危机的模型厂商“今井科学”的静冈工厂以及在内的各种生产模具而开始。以再版今井模型为基础，从而开发了各种军事与汽车的模型。其机甲系列以合理价格以及商品质量较优而获得好评。

图 4: Bandai 万代在美股走势以及其官网

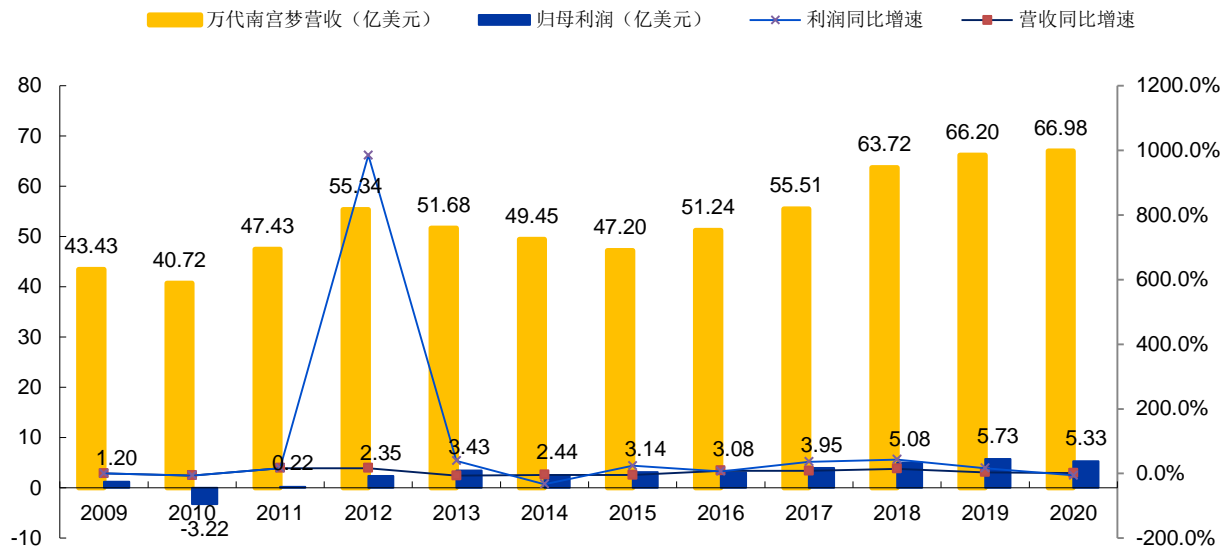


资料来源: Tiger、bandai 官网、国海证券研究所

在玩具领域获得成绩后，万代也开始试水电影，获取东映的热门电影“拖卡野郎(トラック野郎)”的版权，将主角所搭乘的 11 吨卡车“一番星”模型化，万代在东映的电影作品中，并以共同参与角色设计企画等方式介入映像作品的制作，同时进行角色商品化的工作，以便与映像作品同步推出（该模式与奥飞娱乐的动画片叠加玩具的同步推出模式类似）。

1980 年代后期万代从设计并销售任天堂 FC 游戏机的相关游戏开始，进入电子游戏产业，并在 2005 年 9 月 29 日与南梦宫实施合并，共同成立南梦宫万代发展股份有限公司（其合并的背景是 2005 年日本电子游戏产业咸鱼萧条时期）。2005 年 9 月 22 日，万代南梦宫控股公司正式上市(BANDAI NAMCO HOLDINGS 7832.T)，BANDAI 和 Namco 分别下市，正式成为其下的子公司。2014 年，万代南梦宫为了顺序一致，由 NBGI 改名为 BNGI，适用所有旗下子公司。2019 年，万代的毛利率与净利率分别为 35.85%、8.8%，PE（LYR）为 21 倍。

图 5：2009-2020 年万代营收、利润及同比增速

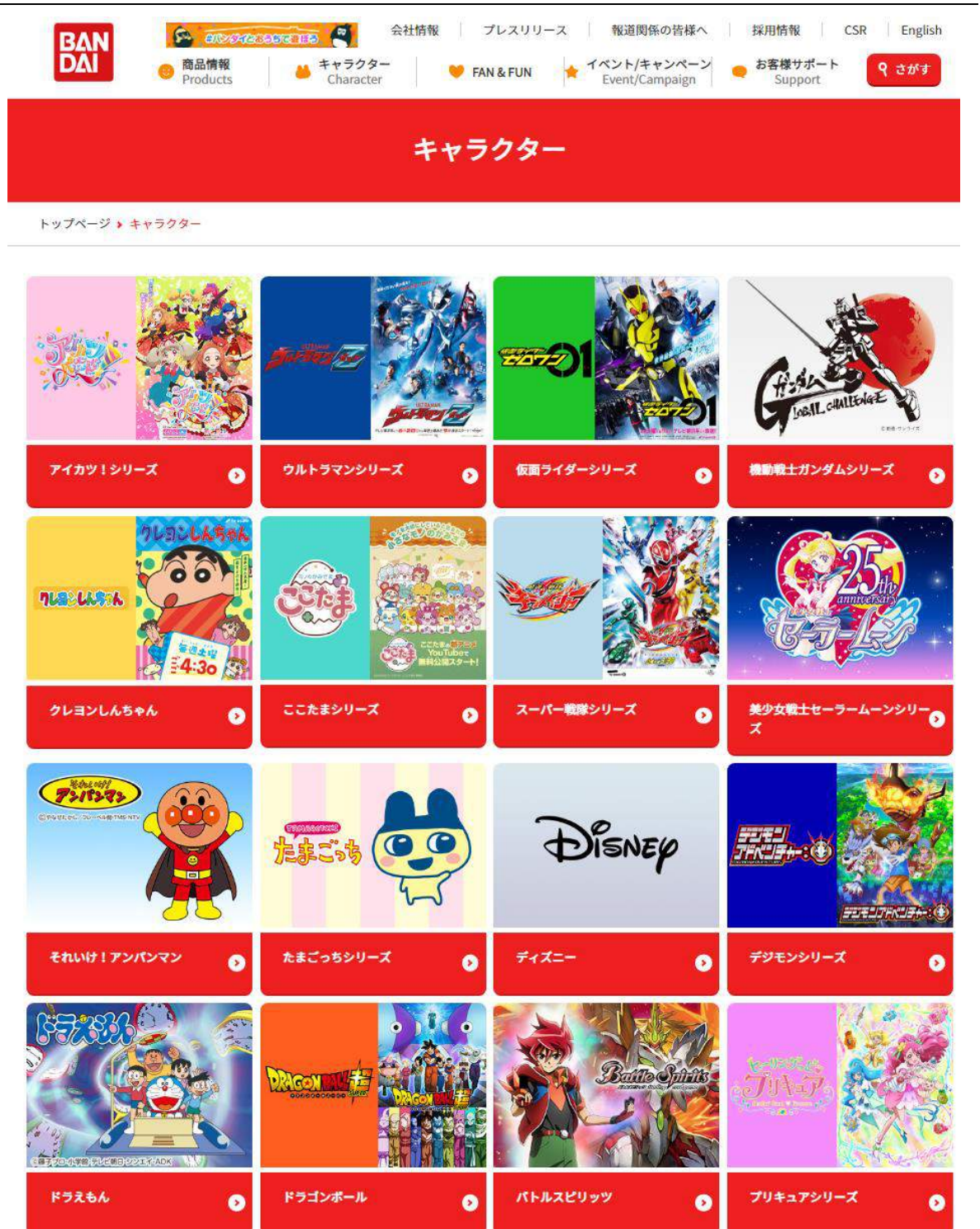


资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

1.3.1、万代多条产品线发掘 IP 价值

2019 年，万代的财报指出，其各类 IP 收入中（龙珠、机战高达系列、航海王、假面骑士、火影忍者、面包超人、奥特曼等），龙珠 IP 超过高达 IP 收入，也成为万代的挣钱 IP 冠军。万代将龙珠的 IP 商业价值不断提升也得益于其在玩具、游戏、衍生品等领域部署。

图 6: Bandai 产品线



资料来源: Bandai 官网、国海证券研究所

1.3.2、San-X: 日本三大自创卡通品牌公司之一（日本玩偶创作旗舰公司）

动漫衍生品的开发是动漫产业链中较为关键的环节，它在很大程度上决定了动漫产业的良性运作和产业规模，影响了动漫消费者的消费行为

日本由于“少子化”备受关注，但我们也看到，2019 年日本由 SAN-X 制作角色形象“角落小孩的生活”（日语：すみっコぐらし，同名绘本中文版译为《窝在角落好安心》），在 2019 年其角色形象相关商品的销售额约为 200 亿日元。日本 SAN-X 株式会社创立于 1953 年，拥有超过 70 年历史，是日本三大自创卡通品牌公司之一，也是日本玩偶创作旗舰公司，其旗下的卡通形象如黑白猪、轻松小熊、趴趴熊、爆炸狗、饭团猫、桃子猪、海豹宝宝、优柔猫、烘焙面包、家私狗、三角御饭团、蜜桔宝宝、Niji No Mukou 小布袋、Kerori 明日蛙、小布袋等。SAN-X 在日本拥有大型物流中心，并于日本各主要都市均有销售分公司，基本上在日本各大都市都可见到 San-X 的专卖店铺及产品。为了贴近潮流的动向，San-X 品牌每年推出的全新卡通人物约有 20-30 组，每年设计出的新商品约有 700-800 多项，完全迎合现今消费群体对卡通人物以及其附属产品（如绘本）的需要。

图 7：日本玩偶创作旗舰公司 San-X 官网





资料来源: san-x 官网、国海证券研究所

动漫 IP 的版权价值保护也是其商业化的基础。版权保护、开发利用方面，对动漫作品的授权视版权所有者的具体情况而定，但动漫作品完成后即开始对版权的利用，分为一次利用和二次利用。动漫版权一次利用是指对动漫作品的销售、播放等行为，版权二次利用则主要指产品改编、衍生品开发、作品使用授权等。从动漫版权利用过程中获取的资金收入，再投入到新作品的开发，促进了动漫产业链的良性循环发展。

纵观日本的玩具市场，虽整体市场略有下滑，但其头部企业的产品、价值仍享有较大的市场红利。以 San-x 为代表，其偶玩形象的授权、衍生品、绘本等商业价值均在提升。日本的人口问题以及“少子化”问题，上升到商业决策部分，我们可以参考“People”（以婴幼儿益智玩具的销售为主），面对低幼玩具销售下滑，该公司的策略主要是，扩大产品受众年龄层增加消费群体，比如，在 2015 年面向已经告别益智玩具的小学生发售毕达哥拉斯校园版，2018 年推出在年轻女孩子中很有人气的 DIY 玩具。

图 8：日本 San-x 公司的玩偶形象的壁纸



资料来源：San-X 官网、国海证券研究所

动漫赛道，从上游 IP 创作，到运营，版权保护，再到后端的衍生品及授权等，其每一个环节的打磨，都是由于住其它环节的增值，比如，**动漫衍生品的开发是动漫产业链中最为关键的环节**，它在很大程度上决定了动漫产业的良性运作和产业规模，影响了动漫消费者的消费行为。这是因为动漫衍生品涵盖了与动漫有关的各种知识产权，以及更广泛的商品生产、服务和流通。例如体验服务、角色扮演（Cosplay）、主题餐饮、同人杂志、动漫书店、漫画咖啡馆、服装道具、动漫形象的版权（Character Biz）、形象模型（Figure）。完整的动漫产业链造就了日本动漫产业的高度发达，使其触角几乎渗透到了日本化的各个层面，动漫也由此成为日本全民的文化产品，同时，更为重要的是，日本向全世界输出日本的动漫产品，推广日本的动漫文化。

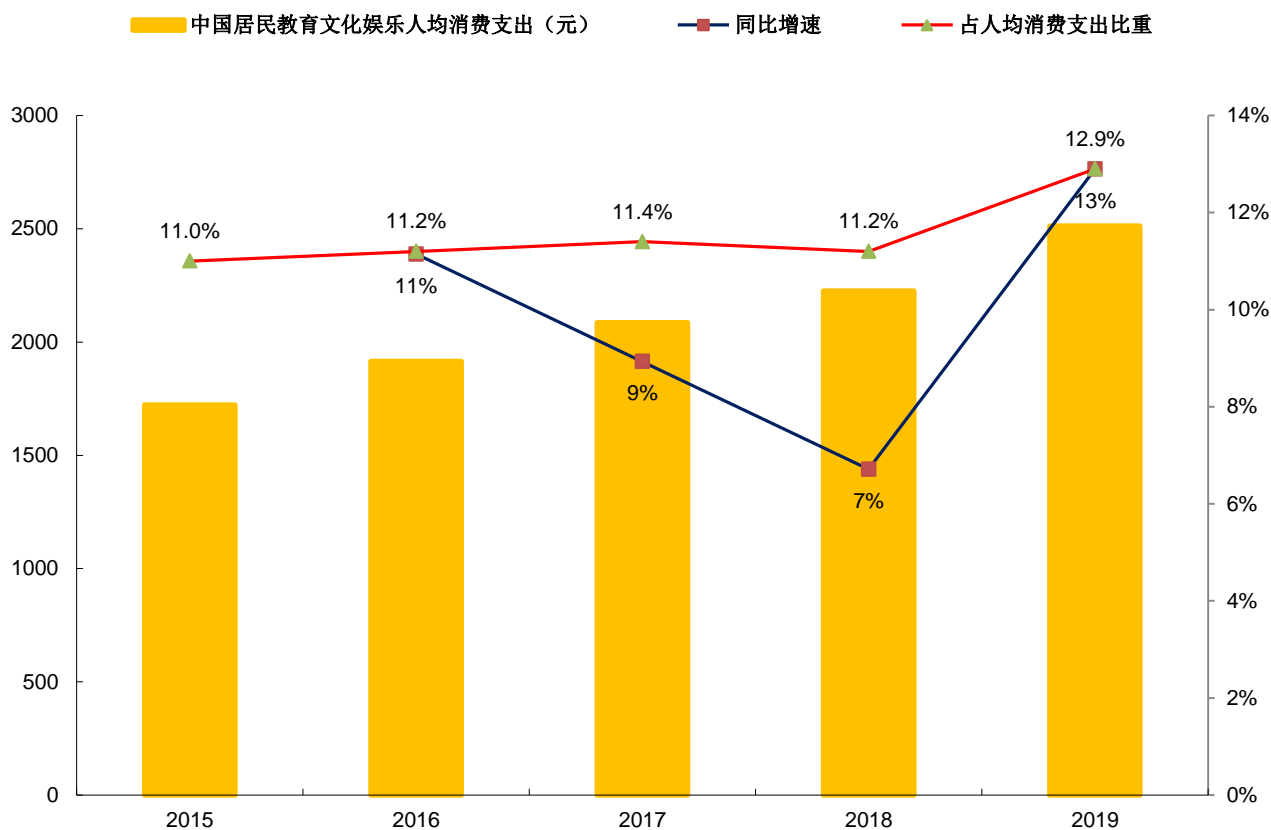
2、中国动漫产业链发展历程

2.1、经济背景：文化产业在国内消费支出占比提升

中国国产动漫发展离不开海外动画内容影响，20 世纪 90 年代中国的动漫进入探索阶段，21 世纪进入复苏并逐渐形成具有人气的国产动漫 IP。我们归因来看，2015 年以来，文化产业从消费端均呈现稳步增长的发展态势，文化教育支出占居民总消费比例从 2015 年的 11% 提升至 2019 年的 12.9%，需求的趋势的向好，也说明，伴随经济的发展，教育文化娱乐人均消费支出也将呈现扩容。随着动漫作为一种内容的创意和实现形式不断触达到更广泛的大众群体，动漫内容和二次

元文化也开始打破次元壁，向主流文化和受众进行交流和融合。2016 年，洛天依在湖南卫视小年夜春晚中，与杨钰莹合作演出，成为一标志性事件。此后，**二次元文化和动漫的内容形式加速主流化**，动漫内容的受众和影响力与日俱增，并逐渐得到社会大众的关注与接受，同时，广告主与商家也选择动漫 IP 作为品牌与产品宣传媒介，也印证动漫内容的主流化发展。

图 9：2015-2019 年中国居民教育文化人均消费支出、同比增速及占人均消费支出比重



资料来源：iresearch、国家统计局、国海证券研究所

2.2、技术背景：全世界正进行新一轮动画制作产品升级周期。

20 世纪 90 年代，皮克斯动画工作室出品的动画电影《玩具总动员》开启全球动画制作从赛璐璐（画师将动画人物手绘于透明的胶片上，自 20 世纪 20 年代延续到 90 年代，也是动画产业的劳动密集型时代）的手工制作想电脑数字制作的升级。进入到 21 世纪 10 年代后，4K 超高清动画和游戏动画产业的深度融合使得动画产业面临较大的挑战，纯依靠人力的堆积和全球分工已无法解决该问题，通过人工智能等技术替代人力完成高精度原画和关键帧的补充，以及自动建模等已成为行业探索的重要方向。

图 10：中国动画发展历程

创始期	发展期	辉煌期	尝试期	复苏期
<p>● 1926-1948年</p> <p>1926年由万籁天、万古蟾、万超尘、万涤寰四位万氏兄弟创作、长城动画公司出品的《大闹画室》被广泛认为是中国动画片的开端。初创期的中国动画片时代气息浓重，有很强的民族特点。</p>	<p>● 1949-1969年</p> <p>建国初期的动画片类型主要为：水墨类、木偶类、剪纸类；取材主要为民间神话传说。进入60年代，我国动画事业逐渐成熟，每年能制作十多部动画，美术片形式多种多样，民族风格日臻成熟。</p>	<p>● 1970-1989年</p> <p>受到“文革”影响，70年代前期国产动画发展缓慢；但“文革”结束后，国产动画在秉承民族风格的基础上，开拓题材、制作技巧和艺术形式，大力提高动画制作效果。改革开放以后，国产动画事业更是得到极大发展，是20世纪中国动画片最繁荣的年代。</p>	<p>● 1990-1999年</p> <p>20世纪90年代是中国动画的关键期。在这一时期，动画技术不断提高，动画公司不断增多，动画教育机构和专业书籍不断增多，国外动画片大量涌入等，这些都不断刺激着我国动画的发展，一些优秀作品也是层出不穷。</p>	<p>● 2000年-未来</p> <p>进入21世纪，国家广电总局对进口动画作品有了政策上的限制；同时网络媒介的迅速发展也催生众多小规模动画制作组和独立动画人。优秀国产少儿动画片相继推出。</p>
<p>阶段特点</p> <p>《大闹画室》 《纸人捣乱记》 《国货年》 《鼠与蛙》 《龟兔赛跑》</p> <p>代表性 IP</p>	<p>《小蝌蚪找妈妈》 《猪八戒吃西瓜》 《神笔马良》 《大闹天宫》 《孔雀公主》</p>	<p>《黑猫警长》 《舒克与贝塔》 《葫芦兄弟》 《哪吒闹海》 《小八路》 《小英雄》 《南郭先生》 《猴子捞月》</p>	<p>《海尔兄弟》 《宝莲灯》 《西游记》 《大头儿子和小头爸爸》 《魔方少年》</p>	<p>《蓝猫淘气三千问》 《秦时明月》 《封神榜传奇》 《喜羊羊与灰太狼》 《熊出没》 《大耳朵图图》 《我叫MT》</p>

资料来源：Engroup、国海证券研究所

图 11：海外动画内容对中国动画市场的影响

日本经典少儿动画



□ 代表作：蜡笔小新、机器猫、樱桃小丸子等；

□ 特点：走表情夸张路线，人物画风简单，细节处理比较细腻。

欧美经典少儿动画



□ 代表作：米老鼠和唐老鸭、猫和老鼠、小猪佩奇；

□ 特点：注重幽默感和趣味性，制作水平精良，大胆的想象吸引大量眼球。

资料来源：Engroup、国海证券研究所

中国动漫产业的 IP 价值未挖掘，2000 年以前中国动漫产业图谱单一，美影厂生产的约 80%以上的国产动画片，且播放渠道单一集中，IP 衍生品形式单一。2000 年以后中国的动漫产业形成开始逐渐丰富，渠道多元丰富，跨媒介衍生开始探索。

图 12：1926-2000 以后中国动漫产业的上中下游分布



资料来源：Engroup、国海证券研究所

3、内容端，文化符号的渗透取决（长生命周期的内容力）

2019 年光线彩条屋影业出品的《哪吒之魔童降世》取得中国动画电影的飞跃和突破，在品质过硬的表现水准和诸多有利因素的叠加下，《哪吒之魔童降世》超 50 亿元的国内总票房使得中国动画电影的天花板被指数级大大抬升，也提升了整个行业的信心。除此之外，《白蛇：缘起》、《罗小黑战记》等国产动画电影均获得口碑和票房上的优异表现。中国动画电影的集中发展，有望引领行业整体迈入新的发展阶段。相对之下，美国的动画电影在全球取得优异票房成绩中，全球发行能力也是其核心竞争力之一，而日本吉卜力的动画精湛内容也是其核心竞争力之一。

表 1：对比中美日头部动画电影

作品	出品方	国家	上映日期	预算	国内票房	全球票房	国内票房排名	当年国内票房占比
《狮子王》	迪士尼	美	Jun/1994	0.45 亿美元	3.13 亿美元	7.63 亿美元	24	6.2%
《千与千寻》	吉卜力	日	Jul/2001	19 亿日元	308 亿日元	3.6 亿美元	1	15.4%
《哪吒魔童降世》	彩条屋（光线）	中	Jul/2019	0.6 亿元	50.13 亿元	7 亿美元	2	7.8%

资料来源：iresearch、猫眼 app、国海证券研究所

中国动漫产业细分赛道中，动画电影规模占总电影市场规模比例较低，相比美国迪士尼以及日本的吉卜力动画作品，中国动画电影中“小荷才露尖尖角”代表的彩条屋等企业仍具追赶空间。

图 13：中国热门 IP



资料来源：中外玩具网、国海证券研究所

3.1、IP 效应：大头儿子小头爸爸

大头儿子小头爸爸，还有姊妹篇《棉花糖和云朵妈妈》，IP 持续运营社会影响较好。该 IP 营造当代中国家庭温情动画，本体价值凸显，衍生价值中期翻新作品播放量近 45 亿元；其品牌影响力较大，家长也会推荐孩子观看新动画。

图 14：大头儿子小头爸爸的衍生价值

翻新作品			跨媒介运营				衍生品开发	
片名	时间	成绩	品类	项目	时间	成绩	品类	图标
新大头儿子和小头爸爸 (第1至4季)	2013-2017	<ul style="list-style-type: none"> 豆瓣评分3.5分 累计播放量34.3亿 	出版物	《大头儿子和小头爸爸》	1994	豆瓣7.8分	玩具	
姊妹篇《棉花糖和云朵妈妈》(1-2季)	2016-2017	<ul style="list-style-type: none"> 央视少儿最高收视率1.35 累计播放量10.2亿次 	出版物	《大头儿子和小头爸爸(全集)》等	2000	豆瓣8.4分	授权品牌店	
			游戏	跑酷、休闲益智、动作类	-	约32万台	APP	
			电影	新大头儿子和小头爸爸的秘密计划	2014	豆瓣4.3 票房4244.7万	文化用品	
			电影	新大头儿子和小头爸爸2一日成才	2016	豆瓣4.2 票房9049.4万	生活用品	
			电影	新大头儿子和小头爸爸3：俄罗斯奇遇记	2018	豆瓣4.9 票房15806.2万		
			舞台剧	《新大头儿子和小头爸爸》之机器人	2016-2018	每年多场		
			舞台剧	《新大头儿子和小头爸爸之生日的一天》	2016-2018	每年多场		

资料来源：Engroup、国海证券研究所

3.2、IP 效应：喜羊羊与灰太狼

2012 年，Chase China & Asia 对上海、北京和广州地区一万多人进行了调查，以考察国人心目中所喜爱的动漫作品究竟是哪一些。位居冠军之位的即《喜羊羊

与灰太狼》(截止 2020 年 8 月 3 日,喜羊羊的 IP 已走过 15 岁)。《喜羊羊与灰太狼》作为国产优秀动画代表之一,也是国漫“走出去”的“领头羊”。自 2005 年面世至今已制作播出超过 2000 集动画剧集,平均每年两部以上新动画更新节奏在国内各大平台播出,全球发行超过 100 个国家和地区,使用英语及超过 17 种当地语言播出;“喜羊羊与灰太狼”动画《羊村守护者》推出后也延续市场认可度。

表 2: 2012 年北上广对心中动漫的票选排名

排名	名称	投票人数比例
第1位	喜羊羊与灰太狼(中国)	9.22%
第2位	《名侦探柯南》名探偵コナン(日本)	8.50%
第3位	《火影忍者》ナルト(日本)	8.04%
第4位	《哆啦A梦》ドラえもん(日本)	7.33%
第5位	《海贼王》ワンピース(日本)	6.48%
第6位	《蜡笔小新》クレヨンしんちゃん(日本)	5.48%
第7位	《灌篮高手》スラムダンク(日本)	5.35%
第8位	《圣斗士星矢》聖闘士星矢(日本)	4.68%
第9位	《龙珠》ドラゴンボール(日本)	4.66%
第10位	《猫和老鼠》トムとジェリー(美国)	4.51%

资料来源:得到 app 电子书《日本动漫在中国的传播》、国海证券研究所

3.3、长生命周期利于文化符号的记忆

我们对比日本的动漫 IP 发展周期,在超人气漫画作品中,基本均超 20 年的连载周期。一种产品进入市场后,它的销售量和利润都会随时间的推移而改变,呈现一个由少到多再由多到少的过程,如何延续作品的生命力以及商业价值,其核心在于形成品牌作品价值,内容持续更新、传播形式不断开拓,借助所有可能的传播工具,IP 动漫作品完成从漫画到动画再到各种衍生品的转化,突破漫画的范畴,进而形成“一种内容多种形式”的跨媒体传播形态。

表 3: 日本超人气漫画作品 8 部中连载均超过 20 年

漫画作品	漫画家	漫画连载时间/ 首次连载杂志名	出版者	单行本卷数
《名侦探柯南》	青山刚昌	1994年至今 《少年SUNDAY》	小学馆	90卷
《火影忍者》	岸本齐史	1999—2014年 《周刊少年JUMP》	集英社	72卷
《哆啦A梦》	藤本弘 ²	1969—1996年 《小学1—4年级生》	小学馆	45卷
《海贼王》	尾田荣一郎	1997年至今 《周刊少年JUMP》	集英社	82
《蜡笔小新》	臼井仪人	1990—2009年 《weekly漫画action》	双叶社	50卷
《灌篮高手》	井上雄彦	1990—1996年 《周刊少年JUMP》	集英社	31卷
《圣斗士星矢》	车田正美	1985—1990年 《周刊少年JUMP》	集英社	15卷
《龙珠》	鸟山明	1984—1995年 《周刊少年JUMP》	集英社	42卷

资料来源：得到 app 电子书《日本动漫在中国的传播》、国海证券研究所

在日本动漫产业的发展历程中，漫画出版在整个动漫产业中处于前端，起到了“先锋”带头作用，通过漫画连载等培养了稳定的受众群，同时又将畅销的漫画改编为动画片，进一步牢牢抓住了动画受众的心。

表 4：日本超人气漫画作品的漫画以及衍生品

作品名称	漫画	动画	音像制品	游戏	关联图书	其他衍生品（包括周边产品）
名侦探柯南	✓	✓	✓	✓	✓	音乐、真人电视剧、广播剧、舞台剧、乐谱、玩具等
火影忍者	✓	✓	✓	✓	✓	舞台剧、广播节目、音乐、卡牌游戏
哆啦A梦	✓	✓	✓	✓	✓	画集、名言集、问答手册等
海贼王	✓	✓	✓	✓	✓	舞台剧、画集、玩具等
蜡笔小新	✓	✓	✓	✓	✓	商标、玩具等
灌篮高手	✓	✓	✓	✓	✓	玩具等
圣斗士星矢	✓	✓	✓	✓	✓	舞台剧、玩具等
龙珠	✓	✓	✓	✓	✓	画集、玩具等

资料来源：得到 app 电子书《日本动漫在中国的传播》、国海证券研究所

4、媒介与渠道端

- 媒介端，视频平台布局动漫 媒介迭代反推内容升级；渠道端，通过媒体投放能够更加快速地向形象得到广泛认知，配合良好的地面渠道活动，能让产品以更为立体的形象展示在消费者面前，较大地激发消费者购买的欲望。

中国动画片的传播从电视媒介开始，凭借其全民的覆盖达到用户触达。伴随中国移动互联网发展，视频网站的触达效果逐步提升。各视频网站通过自身综合优势布局动漫产业，其中内容“自制”、“版权内容布局”、“全产业链开发”、“国际化合作推动内容出海”是平台提升自身竞争力，进军市场的重要战略。视频平台的持续发力，也在助力中国动漫影响力的提升。用户端，动漫也逐步从低幼化向全年龄段覆盖；内容质量不断提升，资本流入也在推动产业加速发展。

移动互联网普及后，中国各大门户网站全都设有动漫板块，其中，影响力较大的“腾讯动漫平台”更与日本集英社达成大规模版权合作，获得《火影忍者》《航海王》《龙珠》《阿拉蕾》《圣斗士星矢》等 11 部经典漫画的电子版权发行权。中国庞大的受众市场也使得“集英社十分重视中国动漫市场，希望通过此次授权，让集英社与腾讯动漫发行平台一起，第一时间为中国漫迷带来原汁原味的、与海外同步的经典漫画连载作品”。

图 15：中国主流视频网站动漫战略布局

				
核心优势	✓ 在平台内整合ACGN内容，包括轻小说、漫画、动画、真人剧、网大、游戏、直播以及衍生品。	✓ 以腾讯动漫及腾讯集团为依托，通过对集团内优质资源整合及配置，进行全产业链布局。	✓ 依托阿里集团进行全产业链布局，并结合电商，着力加大衍生品开发及销售。	✓ 基于“UP主”创作的PUGV内容生态，打造中国互联网高粘性用户社区。
战略布局	✓ 2014年成立动漫创投事业部； ✓ “苍穹计划”——IP多元化开发； ✓ 黄靖翔作为二次元直播代言人。	✓ 启动动漫创投战略，动漫IP跨领域开发，推动IP价值最大化。	✓ “创计划”——通过“创作、创收、创导”全面布局动漫产业链。	✓ 继续提供个性化的优质内容，提升用户体验，加强平台技术和基础设施建设，探索商业化。
动漫自制	✓ 启用林更新为爱奇艺首席催更官； ✓ 儿童动漫及二次元动漫自制双管齐下。	✓ 重点布局自制成年动漫，大力打造中国第一国漫平台。	✓ 大力布局成年动漫的自制，中日联合制作是提升内容质量的重要策略。	
内容出海	✓ 通过内容国际合制提升内容质量，降低世界不同地区用户的文化折扣、打破文化壁垒，通过全球化发行进入国外的主流发行业渠道，综合拓展海外市场。			
入口布局	   	  	  	 

资料来源：engroup、国海证券研究所

➤ 我们回看日本的动画传播路径：从电视到便利店 流通渠道成熟

日本的动画主要通过电视台播放的 TV 版动画、电影院放映的剧场版动画以及通过录影带、DVD 等形式发行的视频制品和 OVA 版动画（原创动画录影带）、通过网络发行的网络动画、通过无线网络在智能手机、PDA 等移动终端上发行的动画等形式来进行传播的，而电视台播放的 TV 版动画、电影院放映的剧场版动画是日本动画作品最为重要的传播形式。20 世纪 60 年代，随着日本经济的高速发展，电视开始普及，进而带动 TV 版动画的发展和繁荣。伴随信息技术与网络的快速发展，移动互联网的出现和普及，网络动画的销售不断创出新高。

日本动漫产品除了具有多种不同方式的传播形式外，还建立起了一个庞大而又畅通的流通渠道，为动漫作品的销售和推广发挥了较大的作用，也为消费者购买动漫作品提供了便利，还为进一步刺激消费者的购买欲望和扩大消费者群体作出了贡献。

图 16: 日本便利店 7-11 联合《新世纪福音战士》



资料来源：漫画在线、国海证券研究所

长时期以来，日本漫画产品的流通渠道头部为实体书店和便利店。近 10 年来，日本实体书店大批倒闭，但截至 2015 年 5 月，日本仍有 13488 家书店（峰值拥有两万家书店），拥有 24 小时经营的便利店 5 万 6 千多家。实体书店和便利店，遍布日本全国各地，是图书和杂志最主要的销售渠道。与中国的书店不同，日本几乎所有的实体书店和便利店都销售漫画杂志、漫画图书及动漫视频制品。动漫产品的销售在书店的销售额中占有较大的比重。2012 年，亚马逊正式进军日本出版市场，加剧了网络书店及电子图书销售的竞争态势。

日本的动漫产业的发展，也离不开源头出版社渠道，日本的小学馆、讲谈社、集英社和白杨社 4 家占据了超过 70% 的单册授权种数。日本出版社的渠道授权出的产品，也在较大程度上普及了日本动漫文化。小学馆在 2000—2011 年间，授权 207 单册种日本漫画书；讲谈社在 2002—2010 年间，授权 114 单册种日本漫画书；集英社在 2007—2011 年间，授权 268 单册种日本漫画书；白杨社在 2005—2011 年间，授权 37 单册种日本漫画。

图 17：日本动漫产业链从上游创作、中游传播下游渠道全程



资料来源：国海证券研究所绘制

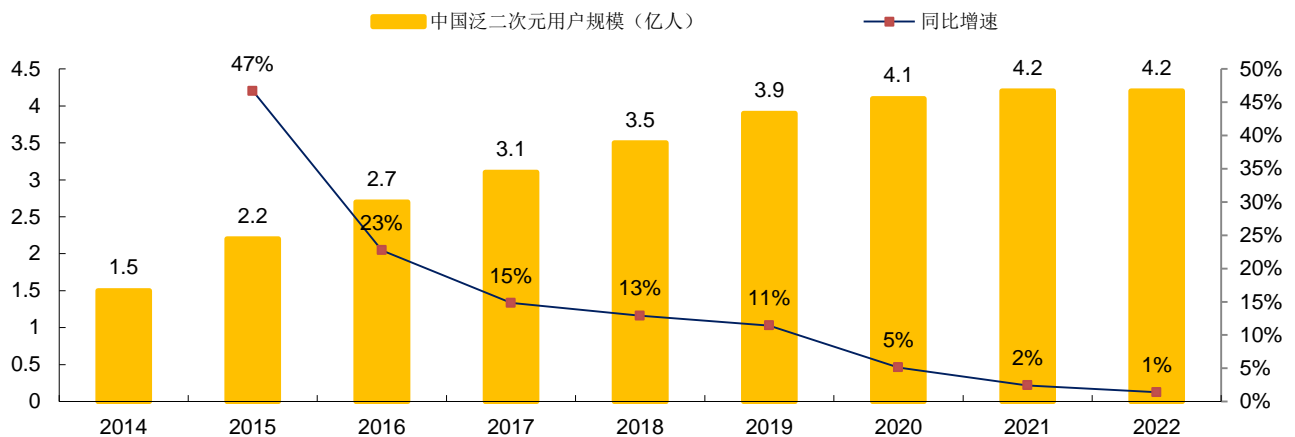
对比中日从媒介到渠道端可看出，从源头日本出版社的规模化发行普及日本动漫文化，再到动态形象的动画内容通过电视到视频传播，再从便利店到线上旗舰店接触动漫实物，其完整的产业链全民文化符号记忆。中国目前处于从形象化的内容阶段步入动漫实物阶段，进而衍生出分支之一，我们称之为“盲盒经济”。

5、用户端，从二次元到泛二次元再到 Z 世代

- 中国的 Z 世代用户在 2020 年预计达到 2.75 亿人，该用户群体与泛二次元 4 亿用户群体也是有相对重合

动漫产业的发展离不开用户的支持，中国的人口组成的特殊性也奠定了用户红利。2014-2017 年，伴随在线动漫平台的兴起以及二次元亚文化在年轻代际群体中的传播，中国泛二次元用户规模迎来高速增长，成为中国动漫产业发展的重要利好因素。进入到 2018 年后，互联网流量红利不复存在，但得益于国内外优质动漫作品的涌现，二次元用户规模进入到平稳增长期，并有望在 2020 年突破 4 亿用户大关。

图 18: 2014-2022 年中国泛二次元用户规模及同比增速



资料来源: iresearch、国海证券研究所

二次元以及泛二次元用户也逐渐成为“Z 世代”用户，Z 世代指代出生在 1995 年-2009 年间，受到互联网、即时通信、智能手机、平板灯科技产物影响较大的一代人。成长于特殊环境下也使得 Z 世代用户对文化消费产业的影响不断提升。

中国的 Z 世代用户也是沿袭美国的世代变迁，从追求物质到追求精神满足。美国的用户圈层也是经历了从婴儿潮、XYZ 世代的迭代。

图 19: 美国主要年龄划分下的世代



资料来源: 苏宁金融、CBNDATA、国海证券研究所

中国的 Z 世代用户在 2020 年预计达到 2.75 亿人，该用户群体与泛二次元用户群体也是有相对重合，Z 世代是从认知开始接触互联网科技的一代，与美国类似，中国的 Z 世代恰好是中国经济高速发展的时代，物质相对富足，不同于美国，中国受到计划生育政策影响，其 Z 世代用户普遍为独生子女，受到家长长辈关注度较高，儿时的孤独也促使其寻找网络虚拟渠道的陪伴。

图 20: 中国 85 后、95 后、00 后用户群体的喜好与关注度



资料来源: mob tech、国海证券研究所

95 后用户圈层的购买力提升, 也会带来商业模式的迭代。95 后用户的特点:

- 在线化: 人、计算机、机器、和物品之间的超链接呈现指数级增长, 在线化也带来“宅文化”(宅家看动漫、玩游戏、逛视频网站、刷弹幕等, 在物质与精神双追求)
- 财富影响力减弱: 对全球事件的参与中, 无需大量金钱也可达成
- 文化跨界: 获得较好的教育基础, 共享教育机会, 对各类文化接受度提升
- 创意思维: 该年龄层用户已逐渐突破原有应试体系的约束, 较早自我挖掘喜好, 具备内容创作基础(依托互联网平台公共空间创作, 实现自我价值与拓展社交圈子, 为 b 站、小红书等平台奠定用户基础)
- 国家认可感高: 为国潮风奠定基础; Z 时代对中国国有品牌更加偏爱
- 新事物接纳周期缩短: 线上化拉平认知, Z 世代人群对于新事物的积极尝试, 用户愿意积极的使用短视频、直播等手段分享以供更多的人直观了解新产品
- 真诚度大于忠诚度: 如果品牌的宣传方式没有诚意, 也就是没有触及这代人关心的问题, 或是与社群的价值观不一致, 他们在乎的是真诚, 愿意为兴趣付费
- 偏爱颜值与萌宠: 喜欢吸猫以及与萌宠相关的各种消费

中国 Z 世代用户在经历中国在世界地位的提高之时,其群体也成为中国新经济、新消费、新文化的主导力量。

图 21: 2009-2019 年中国经济发展中的重要事件缩影



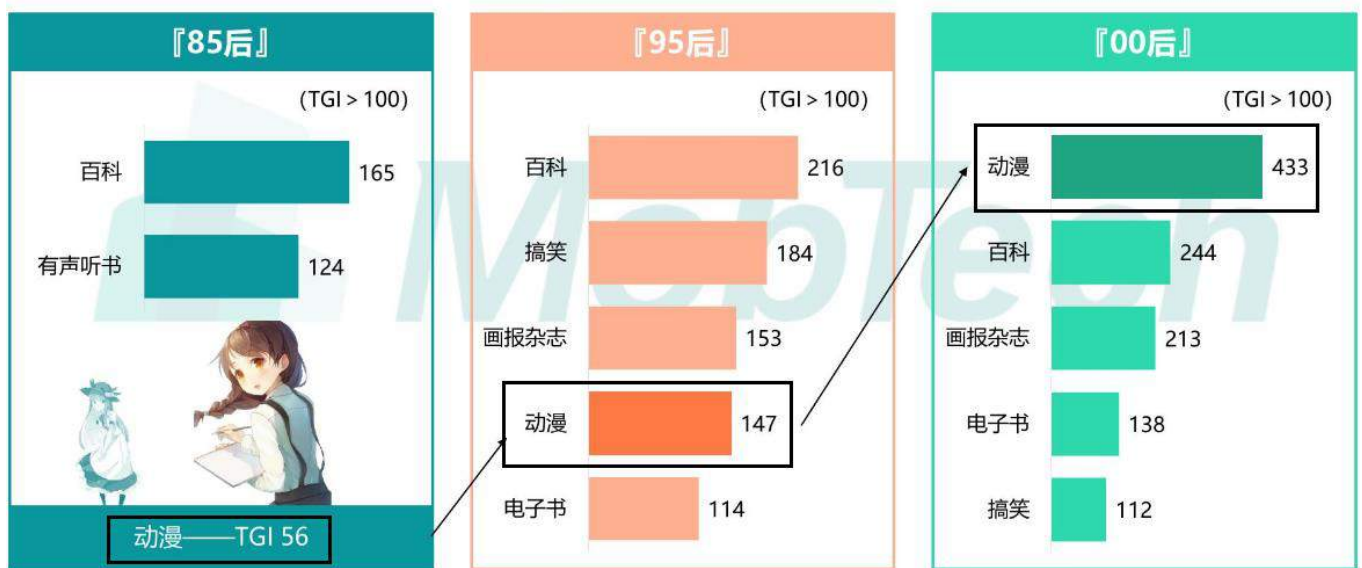
资料来源: 苏宁金融、CBNDATA、国海证券研究所

据 CBNDATA 数据显示, 国风圈的 95 后古风服装维持高速增长, 2019 古风服装销售同比增幅达近 600%; 模玩手办圈中 95 后女生和二线城市消费金额已接近五成占比; 硬核科技圈全面智能化, 2019 年 95 后在智能家居系统的消费增幅达 344%, 从消费路径也可看出中国 Z 世代用户的特点。

具有鲜明个性特征的 Z 世代群渐成气候, 也正值人生的黄金年龄, 崇尚文化, 兴趣圈层涉及直播、淘淘、健身、知识达人、阅读达人、电影爱好者等, 其中阅读赛道中, 95 后与 00 后, 对动漫的阅读 TGI 从 147 上升到 433, 进而也凸显其用户对动漫的精神上的喜爱也为何可延续至衍生品领域, Z 世代也正式属于“开始享受成长红利”的世代。

图 22: 85 后、95 后、00 后的兴趣圈层 (上)、三个代际用户的阅读习惯画像 (下)





资料来源：MobTech、国海证券研究所

*TGI=某小类用户某特征占比/大类用户某特征占比*100，TGI=100 表示平均水平

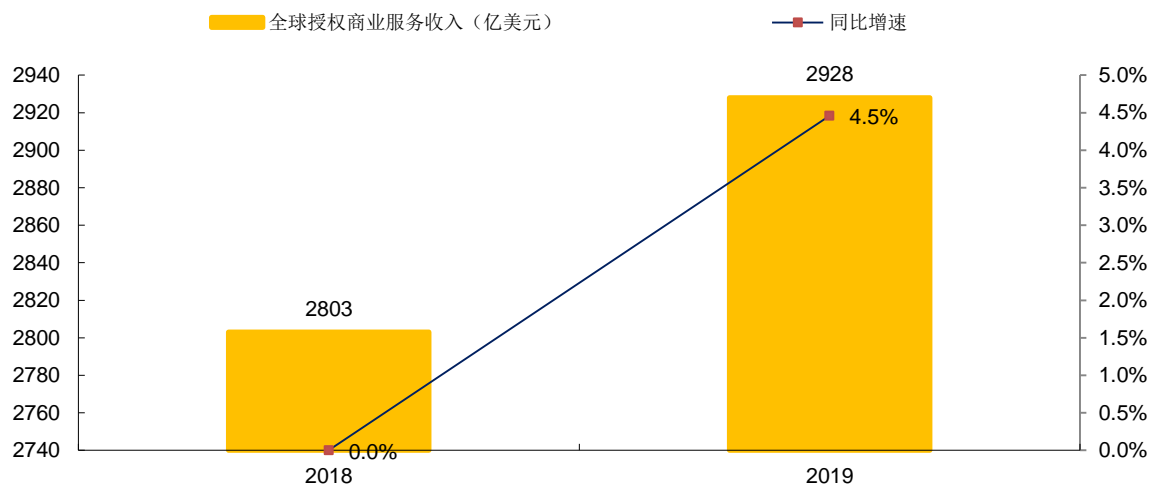
在《圈层效应》(中信出版)图书中指出，Z世代不仅仅是指1995-2009年年龄段的用户，也指代在行为与态度上符合互联网一代特征的人，每一个人，只要在愿意都可以是“Z世代”。这句话在中国市场也体现的更加显著，如拼多多、抖音、快手等电商、娱乐社交平台，让不同年龄层用户参与其中，移动互联网也在加速渗透除了Z世代的其他年龄层，进而，只要你愿意，都可以是Z世代。

6、商业化，文化符号到IP 其商业变现之一盲盒经济

- 2019年全球授权市场规模2928亿美元(同比增加4.5%)，其中，中国IP授权市场规模84.4亿美元(同比增加15.3%)，中国IP授权市场仍处于增长态势

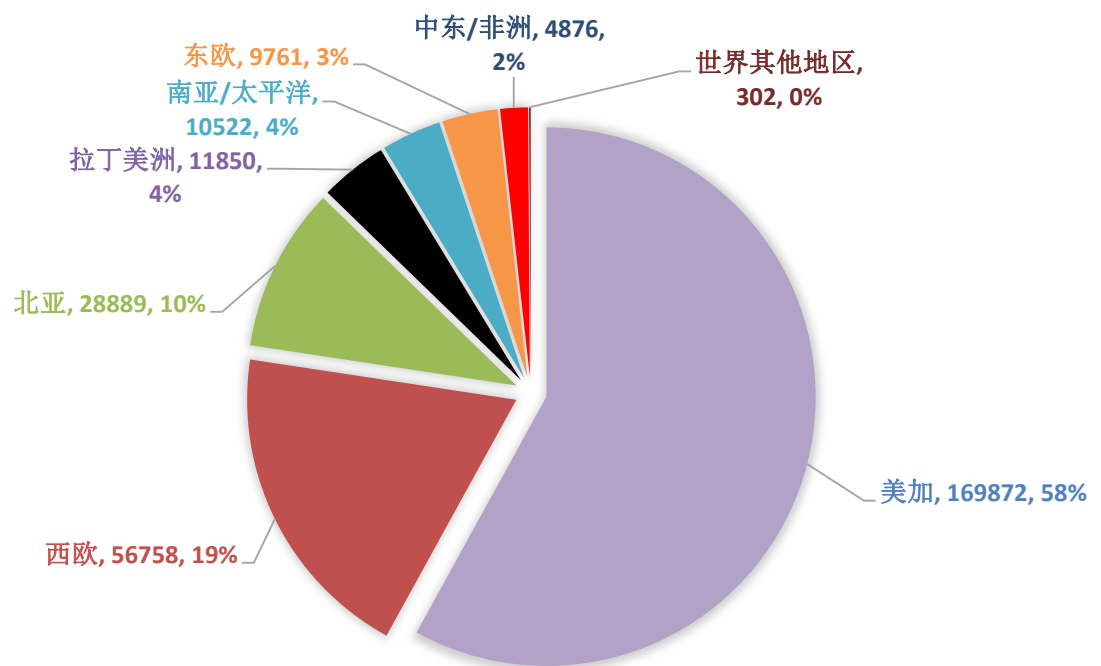
用户圈层中的精神需求来自内容端的供给，内容端的符号也会印刻在用户的大脑中。文化符号下打造的IP形象在多领域进行变现，如授衍生品等。据国际授权业协会数据现实，2019年全球授权商品与服务收入为2928亿美元(同比增加4.5%)。从区域看，美加的市场占比为冠军，达到58%，我们认为其授权市场在美加的核心原因，是基于其全球的发行能力以及文化符号较早的输出。

图 23: 2018-2019 年全球授权商品服务市场规模及同比增速



资料来源：国际授权业协会、国海证券研究所

图 24: 2019 年全球授权商品服务市场地区占比 单位：百万美元、百分比)



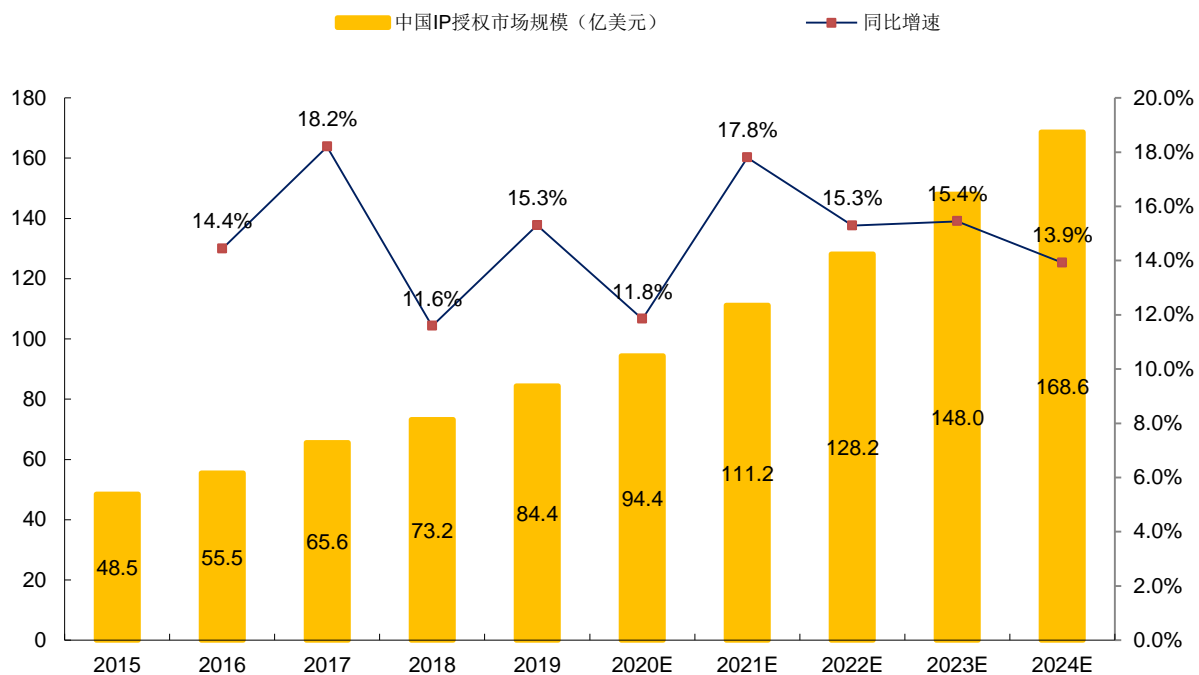
资料来源：国际授权业协会、国海证券研究所

6.1、2019 年中国 IP 授权市场 84.4 亿美元（同比增加 15.3%）

中国的 IP 授权市场规模增速自 2015-2019 年保持两位数增长，高于全球的授权

市场规模增速。2015-2019 年中国 IP 授权市场规模的复合增速约 14.9%，2019-2024 年预计中国 IP 授权市场规模的复合增速约为 14.8%。中国整体市场的 IP 授权市场仍处于增长向好态势，其中以产品制作精致、价格合理、文化赋能高的且具备可持续产出的产业链公司有望享有其市场增量的红利。

图 25: 2015-2024 年中国 IP 授权市场规模及同比增速



资料来源: Frost & Sullivan、国海证券研究所

6.2、2019 年中国 IP 改编市场约 3080 亿元 (同比增加 16.7%)

中国的 IP 改编市场可设计动画片、剧集电视、电影、游戏等，预计总体中国 IP 改编市场规模有望从 2019 年的 3080 亿元增加至 2024 年的 5867 亿元 (总体复合增速约为 13.8%)。

表 5: 2015-2024 年中国 IP 改编娱乐市场规模及同比增速 (单位: 亿元)

年份	动画片	剧集\电视 综艺	电影	游戏	总规模	总规模同 比增速
2015	161	301	189	749	1400	
2016	217	406	217	945	1785	27.5%
2017	280	504	301	1176	2261	26.7%
2018	350	616	357	1316	2639	16.7%
2019	413	735	595	1505	3080	16.7%
2020E	476	868	300	1834	3640	18.2%
2021E	546	1029	588	1904	4067	11.7%
2022E	623	1211	686	2114	5243	13.9%
2023E	700	1414	791	2338	5867	13.1%
2024E	778	1628	900	2561		11.9%

资料来源: Frost & Sullivan、popmart 招股书、国海证券研究所

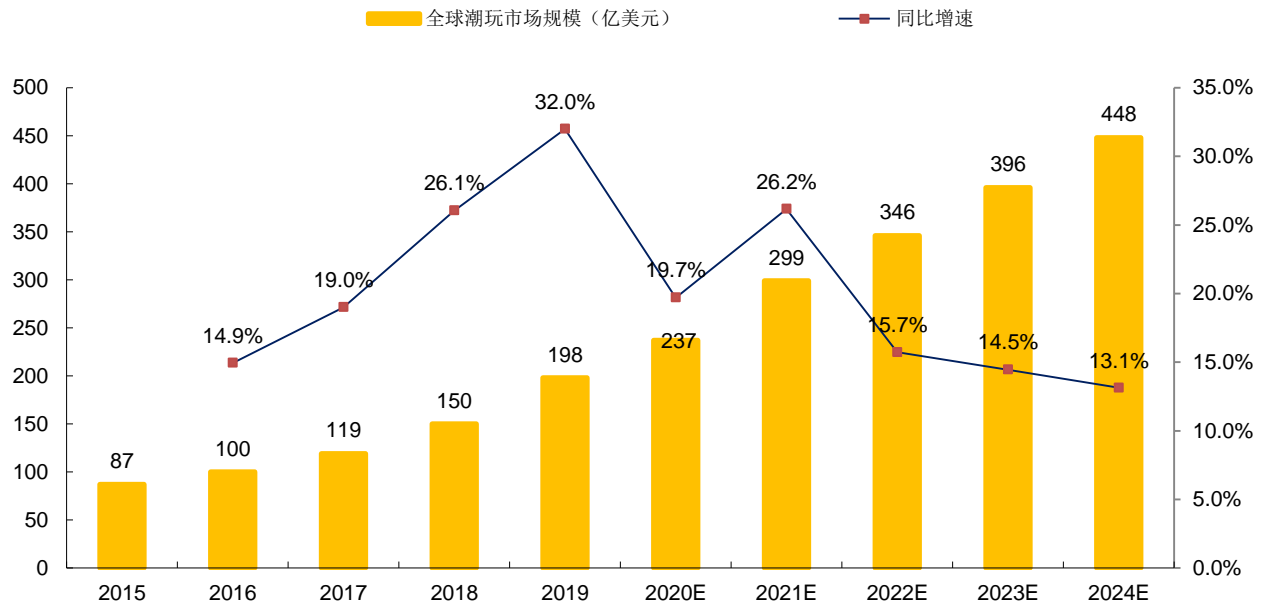
*2020 年电影考虑到疫情影响下, 损失半年票房

6.3、2019 年中国潮玩市场约 207 亿元 (同比增加 47.9%)

中国潮流玩具通常根据文化与娱乐 IP 设计, 主要包括盲盒、手办、GK 手办及成人拼装玩具等。潮流玩具主要变现为零售、授权、改编等。

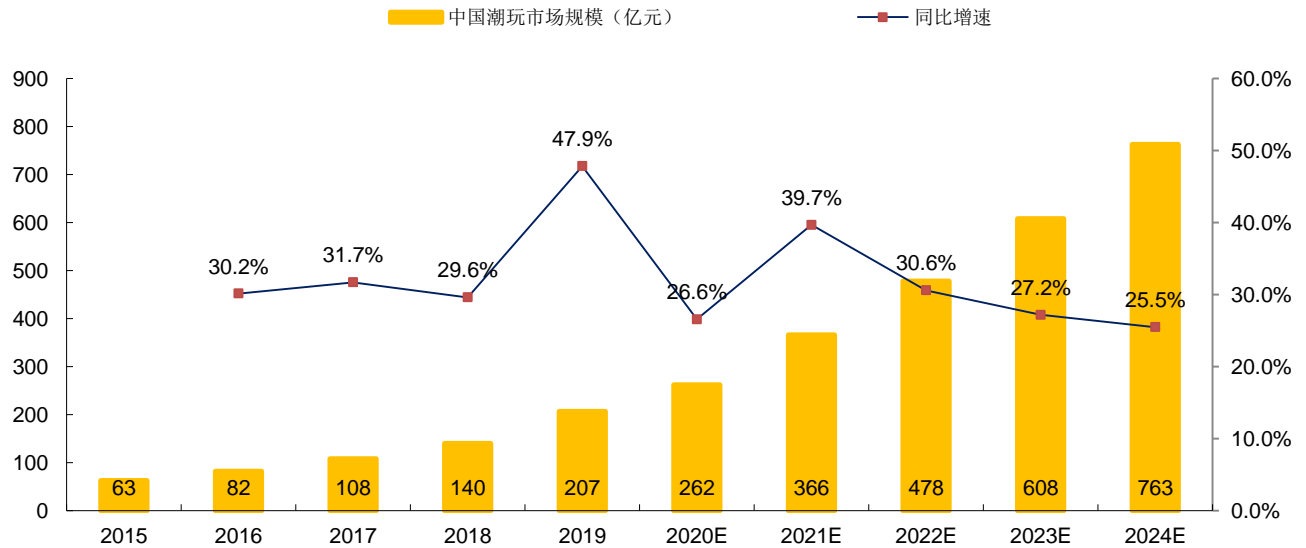
全球潮流玩具市场规模自 2015 年的 87 亿美元增长至 2019 年的 198 亿美元, 复合年增长率为 22.8%, 预期 2024 年达到 448 亿美元, 复合年增长率为 17.7%。中国潮流玩具市场规模自 2015 年的 63 亿元增长至 2019 年的 207 亿元, 复合年增长率为 34.6%, 预期 2024 年达到 763 亿元, 复合年增长率为 29.8%。

图 26: 2015-2024 年中国潮玩市场规模及同比增速



资料来源: Frost & Sullivan、popmart 招股书、国海证券研究所

图 27: 2015-2024 年中国潮玩市场规模及同比增速



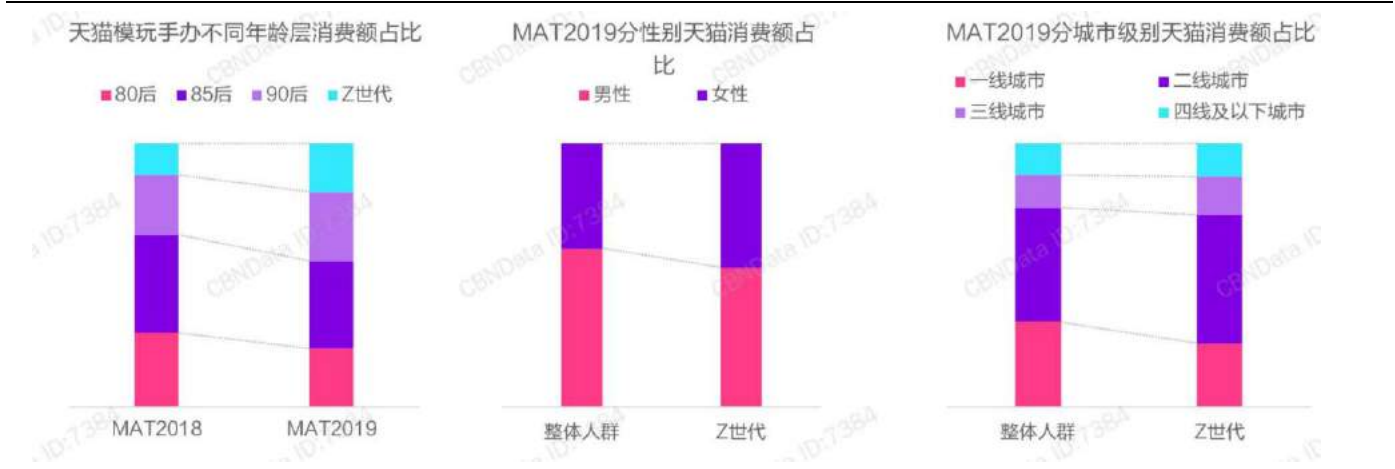
资料来源: Frost & Sullivan、popmart 招股书、国海证券研究所

6.4、盲盒经济：打开是收集欲+惊喜度的期待

如我们在用户圈层部分的解析，相比整体人群，Z世代的女生和来自二线城市的

模玩手办消费者更显购买力，他们合力贡献了近五成的消费占比。Z世代盲盒消费呈快速增长，其中 Molly 和毕奇两大 IP 贡献了主要的销售额占比。

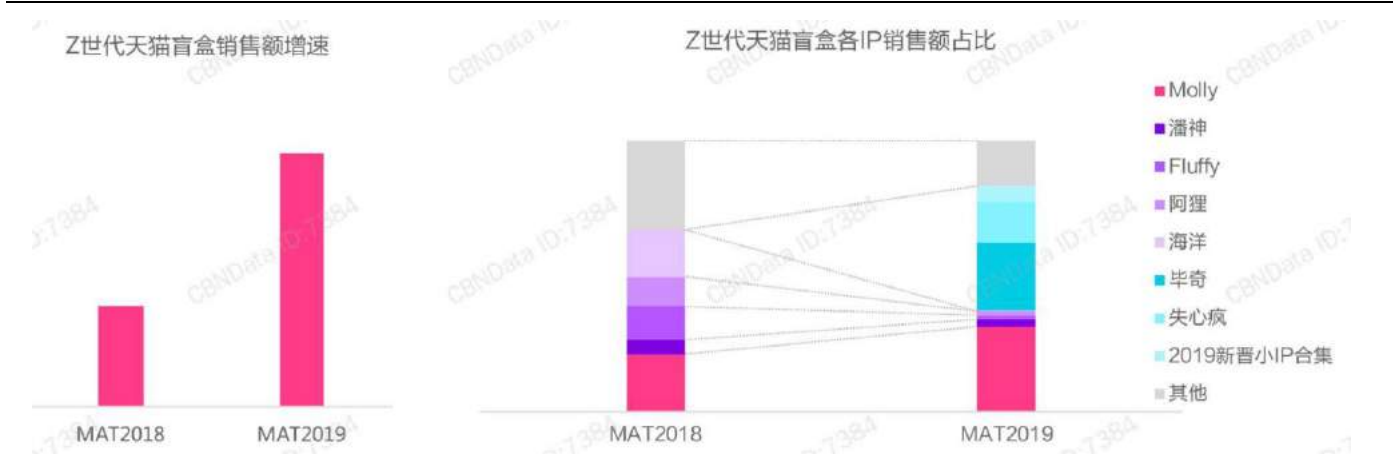
图 28：对比 70-95 后在 2017-2019 年线上玩具、模玩商品销售额及增速



资料来源：CBNDATA、国海证券研究所

盲盒的兴起基于一系列的高颜值、治愈向的萌系 IP，海量 IP 的营销也在刺激消费者的收藏欲，盲盒产品的售卖方式也提高了购买过程的娱乐性与情感体验。打开盒子的期待度比获得商品本身的情感更中意。

图 29：2018-2019 年天猫盲盒销售额增速以及天猫盲盒各 IP 销售额占比



资料来源：CBNDATA、国海证券研究所

据新华网联合小红书发布的《Z 世代生活方式新知》数据报告，相比 2019 年上半年，95 后在小众兴趣领域的平均发布量、阅读量和搜索量增长了 64.4%、56.3% 和 46.1%。其中盲盒的平均发布量增长了 293.4%”。我们认为盲盒经济只是文化符号商业化的一个分支，核心是需要掌控文化符号的能力。

7、中国动漫或 IP 储备代表企业解析

7.1、泡泡玛特：“人+物+场”=IP 创作运营能力+渠道优势+粉丝社群

泡泡玛特作为中国潮流玩具文化的开拓者与主要推动者，引领潮流玩具文化在中国市场的商业化。建立了覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台，包括艺术家、IP 运营、消费者触达。挖掘全球艺术家，致力于通过邀请艺术家参与潮流玩具展，组织设计比赛以及与顶级艺术学院合作开设讲座与课程，精准挖掘具有商业前景的全球艺术家。公司自有的潮流玩具平台也吸引了优秀的艺术家。

图 30：泡泡玛特主营构成（左）、产品展示（右）



资料来源：wind 资讯、popmart 招股书、微博官方、国海证券研究所

IP 创作部分公司通过一体化平台的资源以及领先的产品设计和开发能力，根据 IP 创作、独特和有趣的自主开发潮流玩具产品，不断提升 IP 商业价值。同时公司也会和行业内知名公司进行合作，探索多元变现方式。消费者杰出部分，泡泡玛特经过多年运营，建立了全面广泛的销售经销商网络，也致力于与当地经销商既定渠道合作，扩大市占率。

图 31：泡泡玛特自主开发潮流玩具产品如盲盒、手办、衍生品等

自主開發潮流玩具產品	盲盒	手辦	BJD	衍生品
尺寸	4.5至9.5厘米	超過10厘米	10至20厘米	多種
價格	人民幣49元至人民幣99元	人民幣199元至人民幣1,499元	人民幣399元至人民幣799元	人民幣6元至人民幣389元

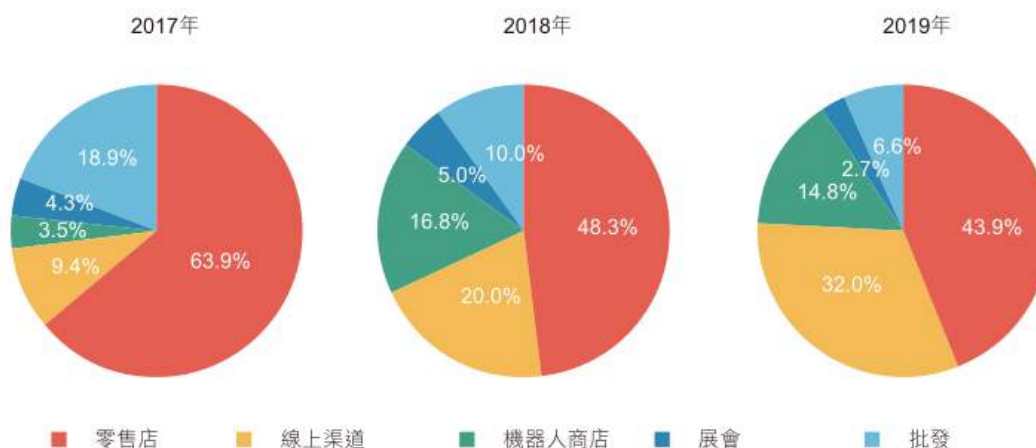
资料来源：wind 资讯、popmart 招股书、国海证券研究所

粉丝以及潮流玩具文化推广部分，泡泡玛特致力于推广潮流玩具文化，吸引热情粉丝并推出在线社群“葩趣”，使得具有相同兴趣的粉丝社交互动。推出会员计划，提供更多会员权益，以提高粉丝社群的粘性进而提升复购率（2019 年其注册会员的复购率达到 58%）。

➤ 泡泡玛特渠道优势：“场”的优势

泡泡玛特拥有 114 家零售店，825 家机器人商店、活跃的线上渠道（包括天猫旗舰店、泡泡抽盒机、葩趣和其他主流电商平台）、展会和批发渠道，建立了覆盖 21 个海外国家和地区的广泛经销网络以及 19 家经销商。其经销网络与消费者覆盖在中国 33 个一二线城市主流商圈的 114 家零售店，线上渠道拥有天猫旗舰店等；最新泡泡玛特的注册会员已达到 320 万

图 32：2017-2019 年泡泡玛特产品的渠道分布

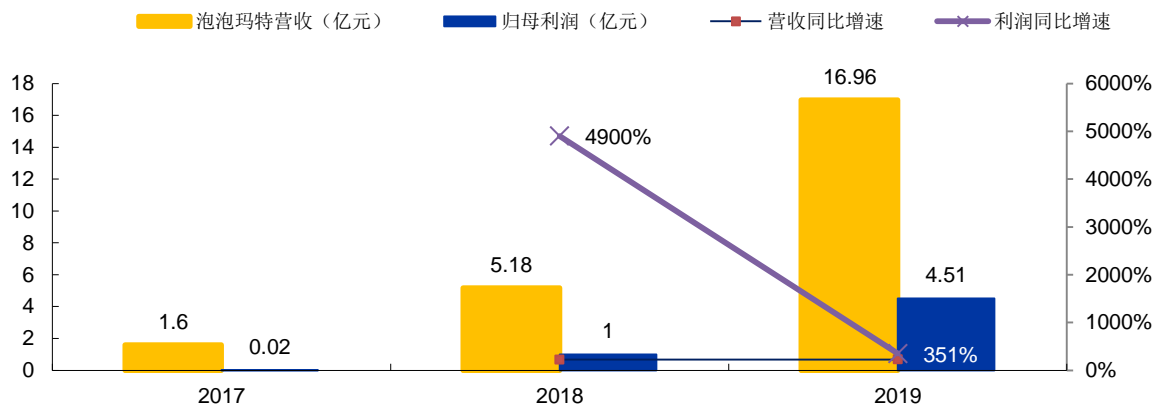


资料来源：wind 资讯、popmart 招股书、国海证券研究所

➤ 泡泡玛特 IP 创作与运营优势：“物”的优势

中国截至 2019 年年底，泡泡玛特运营 12 个自有 IP、22 个独家 IP 和 51 个非独家 IP 共 85 个 IP。在 IP 获取方面，拥有一支有 91 名设计师组成的内部创意设计团队；和超过 350 名艺术家保持紧密联系，与其中 25 名开展合作；与成熟的 IP 提供商签订了 11 份协议。2017-2019 年泡泡玛特营收、利润增速较快，也反映出市场对其产品的认可度。2019 年泡泡玛特营收破 10 亿元，达到 16.96 亿元（同比增加 227%），其中，基于自有 IP 开发的产品收入分布为 0.41 亿元、2.16 亿元、6.27 亿元（占自主开发产品总收入 89.3%、63.4%、45.3%，自有 IP 开发中也分为自有 IP 与收购的 IP），归母利润为 4.5 亿元（同比增加 351%），净利率 26.6%。

图 33: 2017-2019 年泡泡玛特收入、利润及同比增速



资料来源: wind 资讯、popmart 招股书、国海证券研究所

泡泡玛特依靠强大的 IP 创造及运营能力，建立起领先地位和良好声誉，进而吸引更多的顶尖艺术家和高质量 IP 提供商，有效地形成了从 IP 创作到 IP 运营的良好循环，提高 IP 的知名度和商业价值。例如，Molly 作为标志性 IP 之一，在 2019 年基于 Molly 形象产生的收益达到了 4.56 亿元（收入占 27%）。

图 34: 泡泡玛特主要自有 IP（上）、主要独家 IP（下）

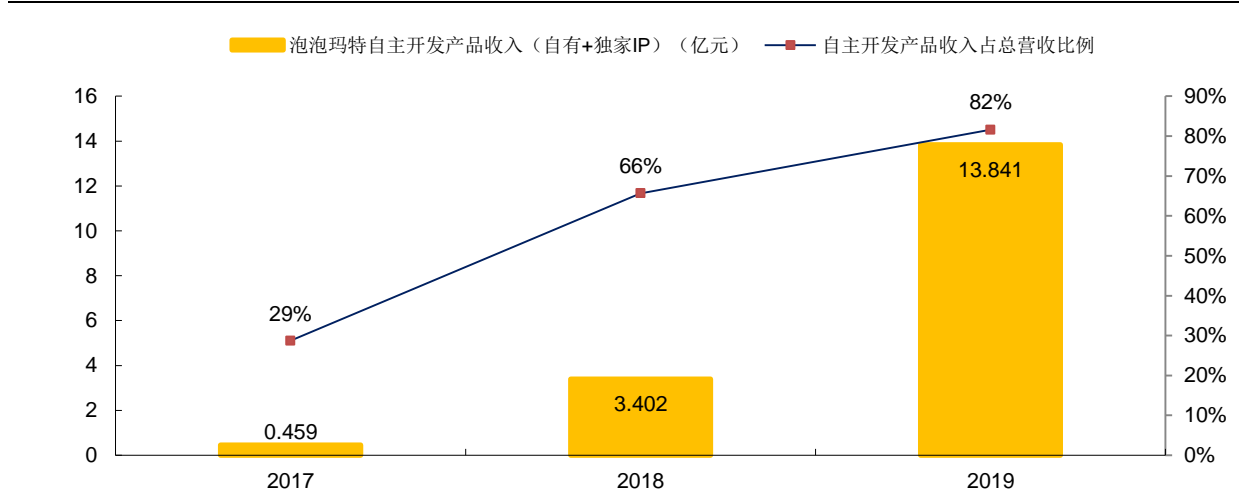


资料来源: wind 资讯、popmart 招股书、国海证券研究所

2017-2019 年泡泡玛特基于独家 IP 的自主开发的产品收入分别为 0.048 亿元、1.06 亿元、5.97 亿元，占字珠开发产品总收入比例分别为 10.5%、31.2%、43.2%。

泡泡玛特自主开发产品收入(包含自有与独家IP)合计收入分别为 0.459 亿元、3.4 亿元、13.84 亿元, 占总收入比例分别为 29%、66%、82%。

图 35: 2017-2019 年泡泡玛特自主开发产品收入及占总收入比例

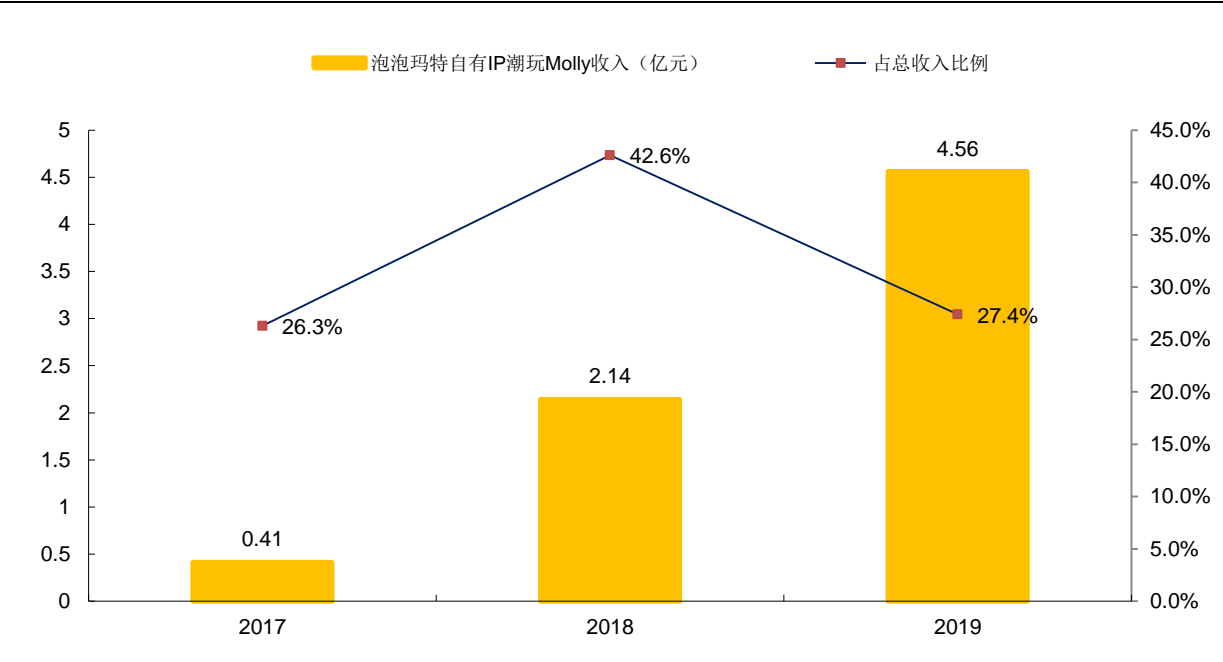


资料来源: wind 资讯、popmart 招股书、国海证券研究所

➤ Molly 的 IP 运营计划: 2019 年单个 IP 收入占比 27%

2016 年公司签署独家授权协议后开始大规模商业化, 2017-2019 年推出五个 Molly 盲盒系列, 2018 年 7 月获得 Molly 在中国知识产权所有权, 2017-2019 年基于 Molly 形象的自主开发产品收入分布为 0.41 亿元、2.14 亿元、4.56 亿元, 复合年增长 242.1%。同时, 公司也在摸索 Molly 的 IP 变现, 如 2019 年将 Molly 授权给伊利等。

图 36: 2017-2019 年泡泡玛特头部 IP Molly 收入及占总收入比例



资料来源: wind 资讯、popmart 招股书、国海证券研究所

图 37: 泡泡玛特头部 IP Molly 以及 Pucky 潮流玩具产品

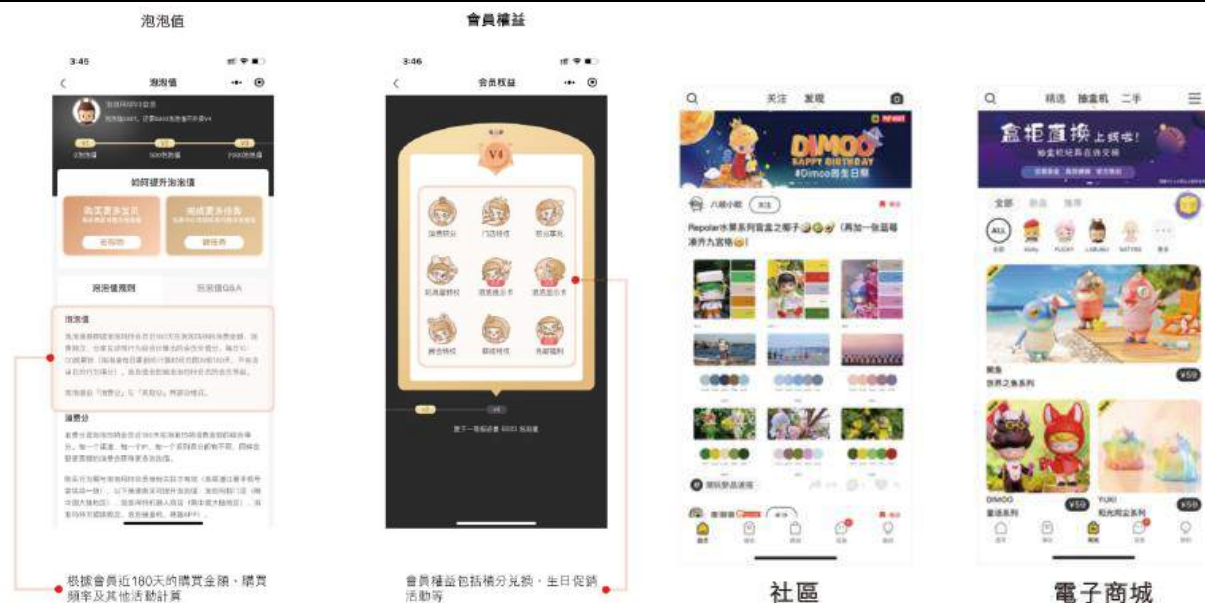


资料来源: wind 资讯、popmart 招股书、国海证券研究所

➤ 泡泡玛特粉丝社区会员运营优势: “人”的优势

泡泡玛特制定会员社区策略, 加强粉丝互动, 增强粉丝粘性以及复购率, 会员拥有 4 个等级, 不同等级提供不同权益, 高效及时发布更新内容以及促销活动, 其注册会员数自 2017 年的 30 万增加至 2019 年 320 万。

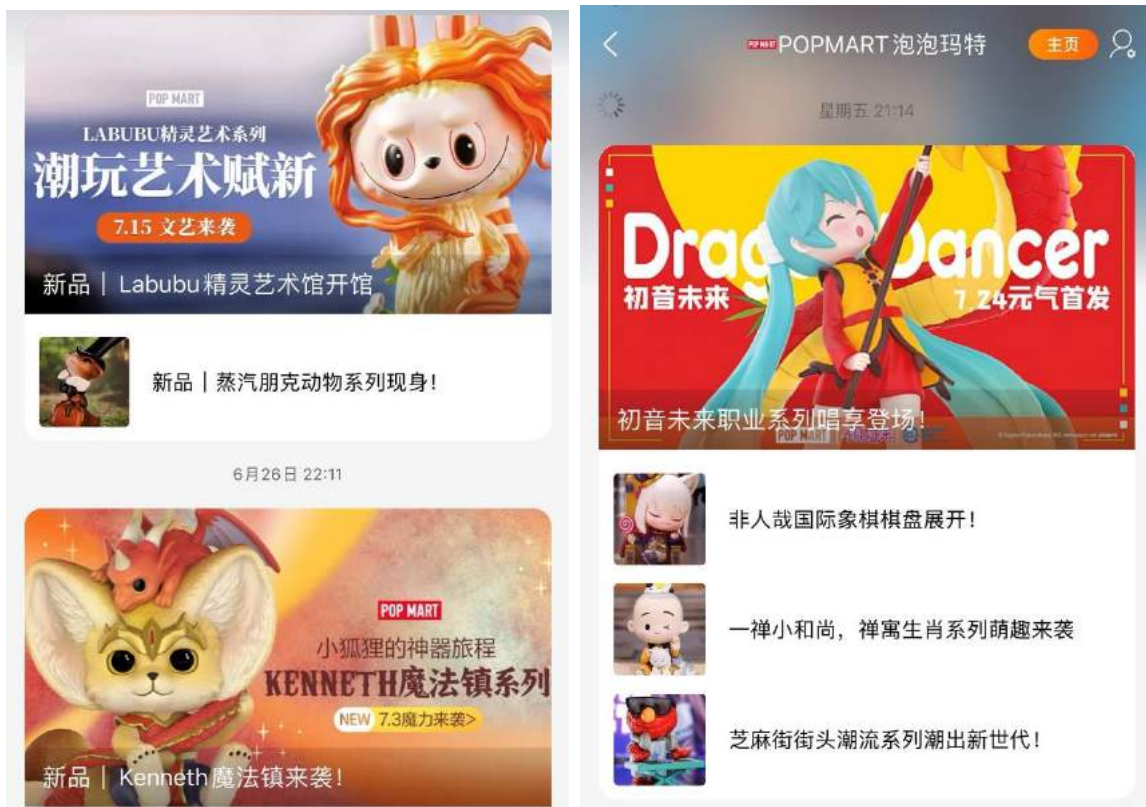
图 38: 泡泡玛特粉丝社区运营



资料来源: wind 资讯、popmart 招股书、国海证券研究所

在 2020 年 6 月 1 日, 泡泡玛特在其招股书中指出, 后续公司将进一步提升艺术家挖掘以及 IP 创作运营能力, 进一步拓展消费者触达渠道以及海外市场, 进一步扩大粉丝群以及粉丝体验, 并精细挑选战略联盟、收购或投资。

图 39：泡泡玛特 2002 年 7 月新品系列



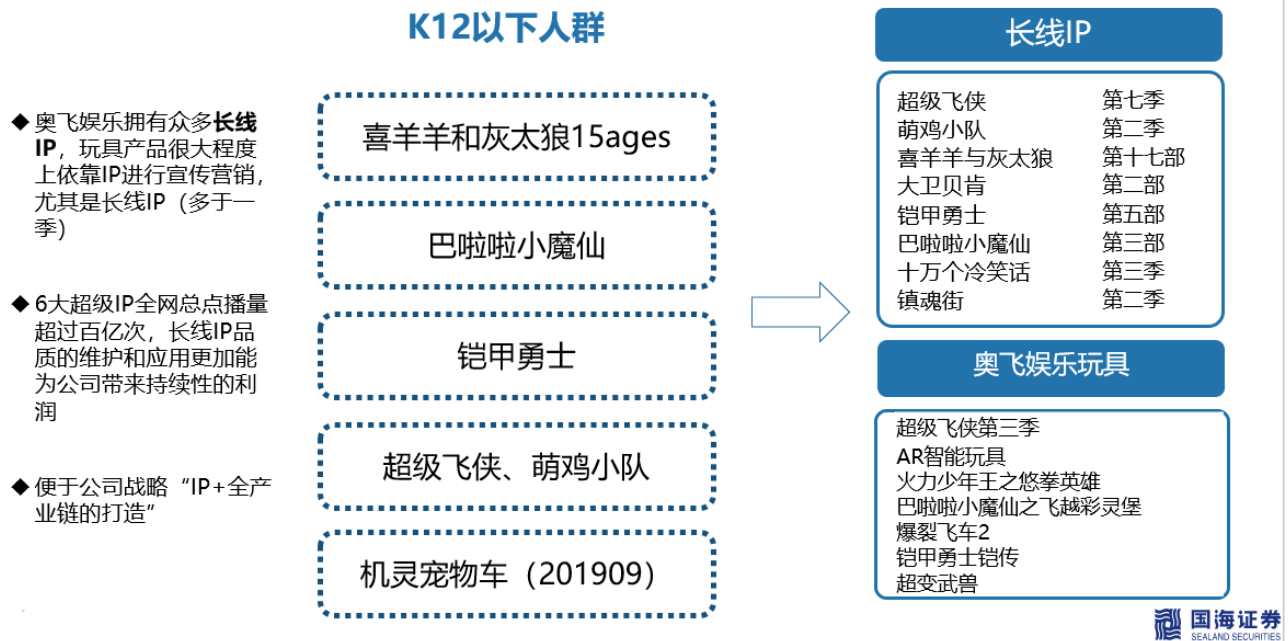
资料来源：线上旗舰店截图、国海证券研究所

7.2、奥飞娱乐：掌握文化符号能力

奥飞娱乐作为中国本土动漫玩具龙头公司，深耕本土市场多年，从简单制造与授权到原创并围绕 IP 进行全产业开发，打造了以 IP 为核心、以内容生产-媒体播映-内容衍生为一体的产业链。

图 40：奥飞娱乐旗下 IP 的文化符号商业价值

从潮流到长线结构升级：长生命周期IP+商业化能力=竞争门槛



资料来源：奥飞娱乐官方微博、官方微信公众号、国海证券研究所绘制

作为动漫玩具行业细分龙头企业，在主业上的探索不停歇。IP 内容矩阵中，拥有 K12 领域的“超级飞侠”、“贝肯熊”、“萌鸡小队”，“铠甲勇士”、“巴啦啦小魔仙”、“火力少年王”等知名 IP，其中《巴啦啦小魔仙》系列第 7 部作品《巴啦啦小魔仙之魔法海萤堡》已于 2018 年 11 月 16 日嘉佳卡通首播，并在优酷、爱奇艺、芒果 TV 等视频端播出，开播后在全国全时段收视第一；喜羊羊趣味教育系列《智趣羊学堂》之《羊羊来寻宝》，被国家广播电视总局确认为 2018 年第一季度推荐播出优秀片目，连续第三年入选国家广播电视总局优秀国产电视动画片。截止 2019 年年底，奥飞娱乐旗下的《超级飞侠 6》和《超级飞侠 7》的播出成绩喜人，长期霸占收视榜前列，其中《超级飞侠 7》播出首月全网点播量突破 5 亿，《超级飞侠》正片系列全网播放量超过 300 亿。

在主业上，老 IP 的新内容如《小魔仙》第七、八季、《萌鸡小队》续集等，**可持续的内容产出是带来玩具、婴童、授权、主题乐园等业务商业变现的基础**，在已有动画作品上储备的新 IP 约 4-5 个。公司的老 IP 新内容的持续推出下，也探索新 IP 的新内容来填充 IP 矩阵，夯实公司的内容竞争力。

图 41：奥飞娱乐内容力带来购买力

扩产业边界 强变现（内容力提高购买力）

Alpha Group



- 玩具业务：通过精品IP运营、渠道升级、多品类开发等进一步提升玩具市场的定价权。
- 依托精品IP的影响力，超级飞侠、巴啦啦小魔仙等长线产品保持增长，品牌基础进一步夯实；市场热度与生命周期持续加强。

资料来源：奥飞娱乐财报、官方微博、国海证券研究所绘制

经过 20 多年的发展，奥飞娱乐目前已经积累并打造了众多知名 IP，并构建了以 IP 为核心，集漫画、动画、授权、媒体、玩具、婴童、游戏、实景娱乐等业务的 IP+全产业链运营平台。公司秉承开放的心态，在内容制作、形象授权、产品研发、渠道合作等领域建立了优质的合作伙伴阵容，采取股权、项目、业务等合作方式驱动跨界融合，进一步夯实公司“IP+全产业链运营”的核心竞争优势。

在动漫 IP 品牌具备足够的知名度和影响力后，除了玩具衍生品以外，还可通过授权业务、文化演出等方式运营变现，进一步扩大 IP 收益。授权业务主要是指客户采用公司动漫影视作品中的 IP 形象、品牌等运营的商品或业态，公司按商品销售额的部分比例收取的形象授权费或固定授权费。商品授权涵盖服装服饰、食品饮料、日化用品、文具、电子产品等行业；其他业态授权包括室内乐园、室外主题乐园、舞台剧、酒店、儿童教育、展览等领域；影视、游戏授权方面，主要以轻资产、合作的模式为主，根据不同合作方式获取 IP 后端的价值增量。

图 42：奥飞娱乐旗下 IP 的文化符号商业价值



资料来源：国海证券研究所绘制

7.3、新经典：打造长生命周期作品

新经典秉承“书籍是陪伴儿童成长的良师益友”的理念，公司与中外知名少儿图书作家紧密合作，策划推出了黑柳彻子的“巴学园”系列、等高品质少儿读物，其中超级畅销书《窗边的小豆豆》，从 2008 年至 2012 年连续 5 年位居开卷信息 2 年度少儿类畅销书榜冠军，累计发行量超过 1000 册，内容入选北师大版和人教版小学语文，并有望达到 5000 万册（50 年），凸显出经典童书 IP 的长生命周期。同时，2019 年儿童文学方面，公司推出了童喜喜、黄加佳、朱爱朝等多位本土原创作家的新作。

图 43：此处新经典旗下童书品牌-爱心树



资料来源：新经典爱心树官网微博截图、国海证券研究所

7.4、光线传媒：动画电影系列化支撑体系完善

我们在 2018 年的《从 B 站、光线、奥飞等布局看动漫消费与发展趋势》报告中指出，动漫产业主要是通过动画发行与其衍生产业链运营获取收益，并在受众中形成其影响力及品牌价值，形成动漫产业链的良性循环。但，动画作品需综合性人才、技术、时间成本等要素，进而要求独立动画电影公司需要工业化体系支撑。光线彩条屋已投资 20 余家动漫产业链上下游公司，光线彩条屋与腾讯影业是目前该领域实力较强阵营，如皮克斯入驻迪士尼，梦工厂牵手环球影业，独立动画电影公司的优质资产仍需借助兼并重组、投资等方式进入平台级公司体系内，以提升其推出爆款作品的可能性。

《哪吒之魔童降世》以黑马不断打破国内动画电影记录但非偶然。《哪吒》的降世也正是光线传媒特有的厂牌下孵化出的作品（从创作的时间成本角度，已超单个工作室的独立的公司），2016 年公司共上映 5 部动画电影（《大鱼海棠》、《你的名字。》等）、2017 年公司出品、发行 3 部动画电影（《大护法》《西游记之风暴法米拉》《烟花》）、2018 年公司出品、发行 3 部动画电影（《熊出没·变形记》《大世界》《昨日青空》）、2019 年上半年公司协助推广了两部日本引进片《夏日友人帐》和《千与千寻》，第三季度推出主投主控《哪吒》，从 2016-2019 年时间维度看，公司每年动画电影供给约在 3-5 部作品，从量和质上同步走，进而《哪吒》的成绩非偶然。

图 44: 光线传媒-彩条屋影业动画电影系列



资料来源: 猫眼 APP、国海证券研究所

优质作品可持续产出能力。我们看好公司已累积打造出了大圣系列（电影《西游记之大圣归来》2015 年累计票房 9.56 亿元，《西游记之大圣闹天宫》拟 2020 年上映）、大鱼海棠系列（2016 年累计票房 5.64 亿元）、神话三部曲（哪吒、凤凰、姜子牙）系列等，同时公司较早布局了动画市场中较多优质公司，已针对每部作品，通过公司领投，以及联合系统内公司参投模式来调动较多参股子公司的主动性和积极性，也从底层的搭建下带来助推了公司每年产出十多部作品的产出，逐步构建了在每个档期均有作品的均衡组合已平滑业绩的较大波动。

图 45: 光线传媒-彩条屋影业动画电影系列





资料来源：All STUDIOS 制图、光线传媒官方微博、国海证券研究所

公司从《大鱼海棠》到《大护法》再到《哪吒》的产品线，在动漫赛道上以量与质双轮齐步走打造“国漫宇宙”，并推出具备“IP 蓄水池”的《一本漫画 app》；公司旗下彩条屋打造爆款动画电影后，2020 年又切入漫改真人剧《怪医黑杰克》《大理寺日志》（每周五 B 站播出）等。公司在动画电影取得成绩后，2020 年将陆续启动影视化作品如《山河枕》《春日宴》《麒麟》等。从真人电影到动画电影，从漫改真人剧再到影视剧，公司对内容领域的探索从未停止。作为动漫电影产业中头部企业，短期受疫情推迟上映作品致使短期业绩波动，但公司动画电影龙头之势不改。

7.5、咏声动漫：如何打破猪猪侠的爆款文化符号 产生 IP 的聚集于叠加效应

2020 年 7 月咏声动漫发布创业板招股书，咏声动漫指出，动漫 IP 的打造一直是公司业务的重要落脚点，公司自成立以来不断丰富公司动漫 IP 库，已成功开发“猪猪侠”、“逗逗迪迪”、“疯狂小糖”、“核晶少年”、“百变校巴”等多个优质动漫 IP，不断产生 IP 聚集和叠加效应。公司主营业务为以动漫 IP 为核心的动漫电视电影等内容产品的制作和发行，以及基于动漫 IP 的动漫玩具及其他产品、品牌形象授权等多元衍生业务的经营。

通过动漫内容与产业的结合，公司动漫品牌在终端市场快速实现价值，同时保持了公司动漫 IP 的热度。而持续走高的动漫 IP 热度，又促进了动漫内容的不断更新以及产业的变现。2017-2019 年公司利润分别为 0.27 亿元、0.58 亿元、0.44 亿元（2019 年利润下滑 25%）。

咏声动漫的前身为咏声唱片，成立于 2003 年 5 月（距今 17 岁），2006 年公司首部 3D 电视动画片《魔幻猪猡纪》首播至今，公司创制作团队已累计完成超过 3 万分钟的动画内容。已通过自主经营或品牌授权方式向玩具、出版物、儿童休闲食品、美妆产品、儿童洗护用品、家居用品、体育用品、文旅、舞台剧等共计 12 个产业板块进行延伸。

图 46: 咏声动漫的商业模式



资料来源：咏声动漫招股书、国海证券研究所

为进一步完善以动漫 IP 为核心的产业链，公司从 2014 年开始介入儿童玩具领域，以设计研发产品和开拓市场销售渠道为核心，充分利用珠三角地区丰富的玩具生产资源，采用 OEM 生产模式，由玩具生产厂商按照公司的设计和技术要求生产产品，并主要通过经销商渠道销售，以减轻公司的生产、仓储、资金等压力，实现“轻资产”运营。公司动漫玩具产品与动漫内容紧密结合，共同创造公司动漫 IP 的市场价值。

截至 2020 年 7 月，公司主要围绕“猪猪侠”、“百变校巴”、“核晶少年”等 IP 推出了 30 多个系列、上百种品类的动漫玩具，2014 年公司设立子公司咏声商贸，专注于动漫玩具及其他产品的研发与销售，在动漫内容热播的带动下，咏声商贸的销售渠道已覆盖全国各大省市，终端包括孩子王、沃尔玛、永旺等全国连锁大型超市。同时，公司拥有健全的知识产权管理系统，提供动漫玩具及其他产品研发设计、营销策划、销售渠道资源配套等全方位服务。

公司主要通过授权方式经营动漫主题乐园业务，专注于以原创动漫 IP 为核心的实景娱乐打造，充分利用“动漫 IP+主题乐园”的互动发展模式深度开发公司动漫 IP 的市场价值。公司授权主题乐园商使用相关动漫元素（包括商标、著作权等）按照合同约定经营主题乐园，并提供店面陈设、店长培训等相关乐园运营协助服务。

公司从 2019 年 7 月起在天猫、京东等线上电商自营平台设立“猪猪侠官方旗舰店”，逐步从以往传统经销为主的玩具销售模式，转变到经销结合直销方式，实现销售渠道转型升级，提升终端布销及对渠道的把控能力。未来公司还将基于

“线上推广+线下引流”的模式不断拓展线下自营系统，通过如在授权酒店打造“猪猪侠”生活馆销售场景等方式，提高咏声品牌在广大受众群体的心理认同，创造 IP 多元商业价值，推动公司全产业链创效。后续公司若正式上市后，我们再进行详细解读其文化符号的商业价值。

8、行业评级及投资策略

给予行业推荐评级。文化符号与商业变现的“车轨效应”在移动互联网的发展中伴随用户需求前进发展。从内容到媒介渠道再到用户端，盲盒经济的风靡也印证了“新人群”的“新需求”。伴随后端衍生品公司泡泡玛特资本化预期下带来商业价值的讨论，我们看好动漫赛道中握有“文化符号”的公司在需求与供给中商业价值再扩容，进而给予中国动漫赛道行业推荐评级。

公司角度，我们看好握有中国文化符号之一**奥飞娱乐**（在内容端，出品了超级飞侠、喜羊羊、萌鸡小队、贝肯熊等 IP，同时将其打造“长销”的 IP 形象；渠道端，公司拥有线上旗舰店奥迪双钻以及与渠道下沉的名创优品合作，爱奇艺儿童版奇巴布中也打造其“玩具开箱”类短视频内容，用作品凸显其持续的内容创新能力）；

我们也看好握有中国文化符号之一**光线传媒**（动画电影《哪吒之魔童降世》奠定其打造动漫宇宙的基石，公司已累积打造出了大圣系列、大鱼海棠系列、神话三部曲（哪吒、凤凰、姜子牙）系列，作为动漫电影产业中头部企业，对文化符号的领探索从未停止）。

我们也看好握有中国文化符号之一**新经典**（童书爱心树旗下作品长生命周期打磨能力）；

我们也看好有中国文化符号之一盲盒经济代表公司**泡泡玛特**（公司具备 IP 创作运营能力+渠道优势+粉丝社群具备了“人+物+场”的优势；也是中国潮流玩具文化的开拓者与主要推动者，引领潮流玩具文化在中国市场的商业化。建立了覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台）。

重点关注公司及盈利预测

重点公司	股票	2020-07-21		EPS			PE			投资
代码	名称	股价	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	评级	
002292.SZ	奥飞娱乐	10.24	0.09	0.11	0.18	113.78	93.09	56.89	增持	
300251.SZ	光线传媒	13.87	0.32	0.34	0.4	43.34	40.79	34.68	买入	
603096.SH	新经典	65.95	1.78	2.04	2.52	37.05	32.33	26.17	买入	

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

*泡泡玛特：6 月 1 日公司递交招股书登陆港股，进而暂无公司代码与财务数据预测

9、风险提示

- 1) 市场竞争加剧风险;
- 2) 短视频内容监管风险;
- 3) 重点内容项目进展不及预期的风险;
- 4) 线上玩具销售不及预期的风险;
- 5) 重点推荐公司业绩不及预期的风险;
- 6) 宏观经济波动风险;

【传媒与互联网组介绍】

朱珠，会计学学士、商科硕士，拥有实业及资产管理从业经历，目前主要负责文化传媒、互联网行业研究

【分析师承诺】

朱珠，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。